



**UNIVERSIDAD DE LA HABANA**

**Facultad de Economía**

XI Edición Maestría en Economía

# Flexibilización del esquema de control de cambio en Cuba mediante el desarrollo del mercado cambiario

---

Tesis de Maestría

**Autora:** Lic. Yaliana Calzado Torres

**Tutora:** Dra. Yaima Doimeadiós Reyes

**Abril, 2017**

*A mi papi eterno*

## **AGRADECIMIENTOS**

*Agradezco a todas las personas que contribuyeron de una forma u otra a la realización de esta investigación; en especial, al Banco Central de Cuba y a los profesores de la Facultad de Economía por su contribución a mi formación profesional; a mis compañeros de trabajo, a la Cátedra de Macroeconomía por formarme en el debate científico, a Karina, Diana, Anabel, Carlitos, Carlos E., Baby y Pina por todas las sugerencias durante las revisiones; a la profe Yaima por toda su comprensión y las horas dedicadas a esta investigación; y por supuesto a mi mamá, a Cosi, y a toda mi familia y amigos por ser parte de mi vida.*

## ÍNDICE

|                                                                                                                                        |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>INTRODUCCIÓN</b> .....                                                                                                              | 1   |
| <b>CAPÍTULO 1. ANTECEDENTES TEÓRICOS DE LOS MERCADOS CAMBIARIOS Y LOS CONTROLES DE CAMBIO</b> .....                                    | 5   |
| 1.1 El mercado de divisas y los controles de cambio. Definiciones generales .....                                                      | 6   |
| 1.2 Debate teórico sobre la efectividad de los controles de cambio. En búsqueda de un balance .....                                    | 16  |
| 1.3 Reflexiones sobre la aplicación de controles de cambio a partir del debate teórico .....                                           | 26  |
| <b>CAPÍTULO 2. IMPLEMENTACIÓN DE CONTROLES DE CAMBIO. LECCIONES DESDE LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL</b> .....                           | 30  |
| 2.1 Los controles de cambio: Una mirada retrospectiva .....                                                                            | 30  |
| 2.1.1 Surgimiento y expansión de los controles de cambios .....                                                                        | 32  |
| 2.2 Los controles de cambios en la actualidad. El caso de Argentina, Venezuela y China .....                                           | 41  |
| 2.2.1 Los controles de cambio en Venezuela .....                                                                                       | 42  |
| 2.2.2 Los controles de cambio en Argentina .....                                                                                       | 47  |
| 2.2.3 Los controles de cambio en China .....                                                                                           | 54  |
| 2.3 Principales lecciones desde la experiencia internacional en la implementación de controles de cambio .....                         | 59  |
| <b>CAPÍTULO 3. APLICACIÓN DE CONTROLES DE CAMBIO EN CUBA. ANÁLISIS DE SUS EFECTOS Y PROPUESTA DE REDISEÑO.</b> .....                   | 62  |
| 3.1 Viabilidad del uso de controles cambiarios en Cuba. Aspectos del entorno macroeconómico relevantes para el sistema cambiario ..... | 63  |
| 3.2 El rol de los controles de cambio en el funcionamiento actual de la economía cubana .....                                          | 73  |
| 3.2.1 Principales modalidades de financiamiento para el sector empresarial estatal en Cuba .....                                       | 75  |
| 3.2.2 Análisis crítico de la aplicación de controles de cambio .....                                                                   | 83  |
| 3.3 Propuesta de rediseño de controles de cambio para Cuba basado en el desarrollo de un mercado cambiario .....                       | 86  |
| 3.3.1 Rediseño de controles de cambios. Introducción de un mercado interbancario de divisas .....                                      | 88  |
| 3.3.2 Desarrollo del mercado interbancario de divisas. Aspectos adicionales a tener en cuenta .....                                    | 95  |
| <b>CONCLUSIONES</b> .....                                                                                                              | 98  |
| <b>RECOMENDACIONES</b> .....                                                                                                           | 100 |
| <b>BIBLIOGRAFÍA</b> .....                                                                                                              | 101 |
| <b>ANEXOS</b> .....                                                                                                                    | 108 |

## INTRODUCCIÓN

La implementación de restricciones al acceso y uso de las monedas extranjeras ha sido una práctica muy común en diferentes economías, como herramientas que permiten garantizar la estabilidad económica, esencialmente en momentos de crisis. Estas medidas han sido muy criticadas por sus efectos adversos en cuanto a la ineficiencia en la asignación de recursos y al desalineamiento del tipo de cambio.

Sin embargo, la crisis asiática en los años 90 puso en tela de juicio los argumentos que sustentaban dicha crítica, surgida desde la corriente convencional de la teoría económica. En especial el caso de Malasia, cuya primera respuesta para enfrentar la crisis fue la imposición de controles, impulsó de manera general el debate acerca del uso de este tipo de instrumentos (controles de cambio y de capitales).

Dado que los controles de cambio se dirigen a regular la demanda de moneda extranjera en sus diferentes usos, con el fin de hacerla corresponder con la oferta de divisas, incidiendo tanto en la cuenta corriente como en la cuenta de capitales de la balanza de pagos, continúan representando un instrumento de política económica de gran utilidad para las economías en desarrollo. Estos constituyen mecanismos de ajuste aplicables ante desequilibrios externos, dados los riesgos que las economías enfrentan por la volatilidad de los mercados financieros internacionales y sus respectivos efectos en la convertibilidad de sus monedas domésticas.

En el caso de Cuba, la economía se encuentra inmersa en una serie de transformaciones en su modelo económico que en el orden financiero apuntan hacia el reordenamiento del entorno monetario. De ahí que se observe cada vez una mayor preocupación por los temas cambiarios y su relación con el desempeño de determinados sectores, así como su impacto en la estructura productiva y en general en la estabilidad macroeconómica.

Adicionalmente, las restricciones de liquidez que han configurado los disímiles contextos, constituye un elemento central en la coyuntura actual, tal como se ha expresado en las intervenciones realizadas por las autoridades económicas en las sesiones de la Asamblea Nacional del Poder Popular durante el año 2016. No obstante,

en dichas declaraciones se reconoce que estas tensiones financieras no deben socavar premisas como: garantizar las exportaciones, incrementar la producción nacional que sustituye importaciones, reducir todo gasto no imprescindible y utilizar racional y eficientemente los recursos disponibles.

No obstante, la complejidad del entorno monetario cubano determina que el manejo de la política cambiaria sea singular, dado que debe tener en cuenta elementos como la limitada disponibilidad de divisas en un escenario de permanente exceso de demanda o de inconvertibilidad de la moneda doméstica, la prevalencia de la planificación centralizada de la economía, la existencia de la dualidad monetaria y cambiaria, la inexistencia de un mercado de cambios en el sector estatal y la implementación de un régimen cambiario fijo unido a la aplicación de controles cambiarios.

En particular, los controles de cambio adoptados a partir de la década de los 90 en Cuba perseguían, en principio, el objetivo de evitar la devaluación de la moneda doméstica respecto a la extranjera, garantizar la estabilidad de la moneda y asegurar la continuidad de los pagos internacionales. Sin embargo, su permanencia como ajustes ante la existencia de un tipo de cambio oficial sobrevaluado, ha generado distorsiones en el sistema de precios y costos de la economía.

Adicionalmente, la distribución de las divisas de forma administrada según las prioridades definidas en el Plan de la Economía, no relacionada necesariamente con la disponibilidad de moneda nacional de cada agente demandante o sus requerimientos reales, y la no existencia de una asignación mediante el funcionamiento de un mecanismo de mercado, ha generado cierta inflexibilidad para cumplir obligaciones financieras externas y la pérdida de oportunidades de articulación de cadenas productivas domésticas, e incluso en ocasiones se ha contradicho el objetivo de promover las exportaciones.

Por lo que podría afirmarse que el sistema de control de cambio vigente afecta los resultados productivos de las entidades estatales, dado que el proceso de distribución de divisas carece de elementos flexibles que garanticen una asignación eficiente y a su vez permita captar señales sobre el precio real de las monedas extranjeras.

Teniendo en cuenta lo anterior, la presente investigación enfrenta como **problema científico**: ¿Cómo flexibilizar el actual sistema de controles de cambios en el contexto de transformaciones esenciales del modelo económico cubano?

Para su solución el trabajo define el siguiente **objetivo general**: Rediseñar el esquema de controles cambiarios cubano actual en el contexto de transformaciones del modelo económico.

En tanto se propone los siguientes **objetivos específicos**:

1. Sistematizar el debate teórico respecto a los controles de cambio en el marco del desarrollo de los mercados cambiarios.
2. Caracterizar la implementación de controles cambiarios en la experiencia internacional con énfasis en Venezuela, Argentina y China.
3. Evaluar críticamente los actuales mecanismos de control de cambio implementados en la economía cubana.
4. Proponer la implementación de un mercado interbancario de divisas y de mecanismos complementarios de control cambiario.

Así se establece la siguiente **hipótesis**: La incorporación de un mercado interbancario de divisas en el proceso de regulación de las monedas extranjeras, permite flexibilizar el actual esquema de asignación basado completamente en mecanismos administrativos.

Sobre el tema de los controles de cambio no se constatan estudios previos en Cuba que lo aborden de manera específica como instrumentos de política económica. Solo algunas investigaciones desarrolladas, relacionadas con los regímenes cambiarios o sobre el proceso de unificación monetaria y cambiaria, han referenciado la importancia de estos instrumentos y por lo tanto podría afirmarse que constituyen los antecedentes más cercanos. Entre los trabajos desarrollados se identifican: Vidal (2008); Doimeadiós, Hidalgo, Licandro, & Licandro (2011); Hernández E. (2011); Triana & León (2014); León (2015); Hidalgo V. (2016); Lage (2016); entre otros.

Los **aportes** fundamentales de la investigación radican en la sistematización de la crítica al esquema actual de control cambiario y la formulación de una propuesta de

rediseño del sistema de controles cambiarios que basado en el desarrollo de un mercado de cambios incorpora elementos más flexibles al proceso de asignación de divisas, lo que resulta más adecuado al nuevo marco de transformaciones de la economía cubana.

De esta manera la tesis presenta la siguiente **estructura** de tres capítulos:

En el capítulo 1, “*Antecedentes teóricos de los mercados cambiarios y los controles de cambio*”, se abordan algunos aspectos teóricos relacionados con el mercado de divisas y los controles de cambio, se resumen diferentes puntos de vista sobre la eficacia de la implementación de estos instrumentos y finalmente se plantea un conjunto de reflexiones, con énfasis en la perspectiva de las economías subdesarrolladas.

En el capítulo 2, “*Implementación de controles de cambio. Lecciones desde la experiencia internacional*”, se realiza una sistematización de la práctica internacional en la implementación de los controles cambiarios. Para ello se expone una mirada retrospectiva de estos instrumentos, partiendo desde su surgimiento y abordando la experiencia tanto de países desarrollados como subdesarrollados; luego se estudian experiencias más recientes de su aplicación apoyado en tres casos de estudios (Venezuela, Argentina y China); y finalmente, se plantean algunas lecciones.

En el capítulo 3, “*Aplicación de controles de cambio en Cuba. Análisis de sus efectos y propuesta de rediseño*”, se argumenta la necesidad del uso de controles de cambios en Cuba como instrumentos indispensables en el corto y mediano plazo dados determinados aspectos del entorno macroeconómico actual relacionados con el sistema cambiario; posteriormente, se profundiza en el funcionamiento de los controles de cambio caracterizando los actuales mecanismos de asignación de recursos financieros externos, con el objetivo de analizar los efectos de estos instrumentos en la actividad económica; y finalmente, se presenta una propuesta de rediseño del esquema de controles basado en el desarrollo de un mercado interbancario de divisas.

## **CAPÍTULO 1. ANTECEDENTES TEÓRICOS DE LOS MERCADOS CAMBIARIOS Y LOS CONTROLES DE CAMBIO**

El desarrollo del mercado de divisas o mercado cambiario, se encuentra altamente relacionado con la evolución del comercio internacional. Sus inicios se enmarcan en el momento en que cada gobierno emitió su propia moneda, lo que derivó en la necesidad de intercambiarlas para la realización de las operaciones comerciales. A través de este mercado los agentes de diferentes economías logran realizar disímiles transferencias de fondos, lo que al mismo tiempo implica una transferencia de poder adquisitivo entre los países. Todo lo anterior facilita el comercio y el financiamiento internacional, lo que permite alcanzar, a su vez, una mayor integración.

El intercambio de monedas logra realizarse de forma organizada a través de la existencia del tipo de cambio, como el precio que relaciona los valores de cada una de ellas. El tipo de cambio interviene en todas las transacciones económicas y financieras de un país con el exterior, definiendo los precios relativos de los bienes nacionales y extranjeros. Por tanto, constituye una de las variables más importantes de cualquier país dado que refleja la relación de la economía interna con la externa.

En consecuencia, todos los acontecimientos relacionados con el tipo de cambio, como son los movimientos de su valor o modificaciones de las normas que regulan su formación (régimen cambiario), resultan de gran importancia para todos los agentes económicos. Adicionalmente, esta variable suele cobrar cierta dimensión política, pues la elección de un régimen cambiario, constituye una de las tareas prioritarias de los gobiernos y bancos centrales.

Sobre el mecanismo de formación del tipo de cambio más adecuado existen diversos criterios, desde los que abogan porque sea totalmente libre, determinada por el mercado, hasta aquellos que apoyan la intervención del Estado en el mercado para determinar o incidir en su comportamiento. Sin embargo, la recurrencia de diversas crisis ha evidenciado la necesidad de regular la formación de este precio.

En particular, la crisis financiera de 2008 demostró que esencialmente en las economías pequeñas se hace necesario prestar especial atención al comportamiento de esta variable macroeconómica, lo que ha justificado las intervenciones en el mercado cambiario en aras de suavizar su volatilidad e incluso influir en su valor. Ello toma mayor relevancia debido a la aversión que tienen estas economías a la excesiva volatilidad cambiaria, dado sus efectos directos en las decisiones económicas de los agentes, esencialmente en cuanto a la inversión.

En este sentido, distintas economías emergentes han aplicado restricciones al uso de las monedas extranjeras y a los montos de moneda doméstica que pueden ser convertibles en el país. En la mayoría de los casos, estas medidas, han sido presentadas como herramientas para garantizar la estabilidad económica. No obstante, estas políticas han sido muy criticadas por los efectos adversos que generan, entre los que se señalan la no adecuada fundamentación de la asignación de divisas y el desalineamiento del tipo de cambio.

Por ello, el presente capítulo pretende sistematizar el debate respecto a la efectividad de los controles de cambio en el marco del desarrollo de los mercados de divisas. En el primer epígrafe se hace referencia a los aspectos teóricos de los mercados de divisas y los controles de cambio. El segundo epígrafe plantea diferentes puntos de vista sobre la eficacia de la implementación de los controles. Finalmente, se plantean un conjunto de reflexiones al respecto desde la perspectiva de las economías emergentes.

### **1.1 El mercado de divisas y los controles de cambio. Definiciones generales**

El mercado de divisas o mercado cambiario es el espacio donde los países intercambian fondos, obtienen o proveen créditos para transacciones de comercio internacional y minimizan su exposición al riesgo cambiario<sup>1</sup>, esto último dadas las facilidades de cobertura de riesgo que el mismo ofrece (Karacadag, Sundararajan, & Elliott, 2003). Este mercado provee el espacio organizado para realizar la compra y

---

<sup>1</sup> Exposición a movimientos adversos en los tipos de cambio que podría generar una reducción de los ingresos o un incremento de los gastos previstos por una entidad o individuo que compra, vende, presta o se endeuda en una moneda extranjera.

venta de divisas, lo cual es muy importante dado el gran volumen de transacciones y de monedas existentes en el mundo.

Las operaciones en el mercado de divisas y la evolución del tipo de cambio pueden verse afectadas por aquellos instrumentos de política que restringen las transacciones en este mercado o por otras variables tanto objetivas (precios de algunos *commodities*) como subjetivas (las expectativas de los agentes, declaraciones de determinadas autoridades, entre otros).

Las principales fuentes del mercado de cambios provienen de las exportaciones de bienes y servicios, las remesas del exterior, los flujos de inversión extranjera y las deudas externas. Mientras que, la demanda en dicho mercado surge por las importaciones, el pago de la deuda externa y los servicios de la misma, así como la repatriación de utilidades.

No obstante, en la actualidad la globalización de los mercados financieros ha implicado un fomento a la liberalización y desreglamentación de las transacciones financieras internacionales. Es por ello que en el mercado de divisas los flujos de capital internacional cobran gran importancia. Como resultado, una parte muy importante de las transacciones en el mismo responden a aspectos financieros más que al comercio de bienes y servicios.

La mayor parte de los participantes del mercado de divisas son las instituciones financieras bancarias y no bancarias, las empresas multinacionales que intervienen en el comercio internacional y los bancos centrales. Si bien los individuos realizan transacciones, en el espacio minorista del mercado, estas operaciones resultan poco significativas respecto al monto total transado.

En la actualidad el mercado cambiario se caracteriza fundamentalmente por el intercambio a través de depósitos bancarios. Este modelo de mercado comenzó a desarrollarse durante el período de la postguerra cuando la cooperación mundial,

formalizada mediante el sistema monetario de *Bretton Woods*<sup>2</sup>, fomentó el comercio y las finanzas internacionales.

El mercado cambiario ha sido un espacio con gran participación de los gobiernos, lo que resulta contrario a lo planteado por la teoría convencional sobre la necesidad de autorregulación de los mercados financieros para garantizar una mayor eficiencia en la asignación de recursos. Esto se debe al reconocimiento de que el tipo de cambio constituye una variable de gran relevancia económica, dado que determina el valor de las exportaciones y con ello influye en la competitividad internacional. Además, sus movimientos tienen un impacto en las medidas de inflación a través del efecto *pass-through*<sup>3</sup>.

En particular, para las economías en desarrollo todas las políticas relacionadas con el tipo de cambio cobran gran relevancia dado el elevado *pass-through* que las caracteriza, la influencia de esta variable en el comportamiento del producto, la existencia de mercados financieros poco desarrollados y de baja credibilidad, los descalces de activos y pasivos en moneda extranjera en los balances y los elevados grados de dolarización.

Adicionalmente, en períodos de crisis se ha evidenciado la necesidad de regular la formación de este precio para garantizar la estabilidad económica, lo que ha justificado la aplicación de instrumentos de control. Entre estos instrumentos se encuentran los controles de cambio que hacen referencia al conjunto de restricciones gubernamentales en el mercado de divisas para restringir la oferta y la demanda de monedas extrajeras en un marco de reglamentaciones administrativas. Los mismos actúan como un impuesto sobre las monedas extranjeras para la compra de bienes y servicios del exterior (Tamirisa, 1998).

---

<sup>2</sup> El sistema monetario de *Bretton Woods* se establece como parte de las resoluciones de la conferencia monetaria y financiera de las Naciones Unidas realizadas entre el 1ro y el 22 de julio de 1944. Mediante este se establecen las reglas para las relaciones comerciales y financieras entre los países más industrializados del mundo.

<sup>3</sup> Refiere a los efectos que transmiten las fluctuaciones cambiarias a los precios a través del impacto que parte de los precios de importación y su peso relativo en la formación del resto de los precios de la economía. Ello cobra especial relevancia en períodos de volatilidad cambiaria. El conocimiento preciso de la intensidad del traspaso o coeficiente *pass-through* les permite a las autoridades monetarias velar por el mantenimiento de la estabilidad del poder adquisitivo interno y externo de la moneda nacional. (Hernández E. , 2011)

Los controles de cambio incluyen prohibiciones, restricciones o límites a la capacidad de intercambiar moneda doméstica por moneda extranjera, aplicación de múltiples tipos de cambios y obligación de vender las divisas a la autoridad cambiaria (Yianni & DeVera, 2010). Dichas restricciones suelen ser tanto cuantitativas como cualitativas.

De esta forma, representan un racionamiento de la moneda extranjera dado el requerimiento de un permiso u autorización oficial para su adquisición (Cooper, 1999). Por lo que pueden verse como regulaciones en el mercado de divisas que determinan la cantidad, el precio y el comportamiento del mercado. De ahí que comprendan el conjunto de regulaciones relacionadas con la adquisición, posesión y uso de la moneda extranjera, o incluso el uso de la moneda local o extranjera para transferencias y pagos internacionales.

Según Friedman (1959) se entiende que solo existiría control de cambios cuando las autoridades imponen restricciones a la compra y venta de moneda extranjera. La característica esencial del control de cambios sería la acción del gobierno que “*coarta la libertad de comprar y vender divisas*”. Su verdadera esfera es cuando el gobierno dicta disposiciones que tienen el efecto de evitar las transacciones que de otra manera se hubieran efectuado.

Por otra parte, en García (2014) se plantea que el control de cambios (o contralor de cambios) es toda injerencia de la autoridad monetaria de un país que afecte la oferta o demanda del mercado de cambios fijando directamente o indirectamente el valor de las divisas. O sea, lo integrarían todas las medidas (cambiarias o de tipo comerciales) que afecten la oferta o demanda de moneda extranjera o impongan restricciones y reglamenten qué individuos y en qué condiciones se puede operar en el mercado de divisas.

El concepto de controles cambiarios suele vincularse comúnmente con los controles de capitales. El uso indistinto de ambos términos se debe a su gran equivalencia, la que fue demostrada por Adams y Greenwood (1985). En realidad, ambos conceptos pueden reducirse a impuestos sobre las transacciones que impliquen movimientos de

capitales a nivel internacional, en la medida que dificultan la asignación de divisas para uso doméstico.

Sin embargo, los controles de cambio son formas de política diferentes a los controles de capitales, tanto en su operatividad como en sus manifestaciones de corto plazo (Doimeadiós, Hidalgo, Licandro, & Licandro, 2011). Por lo general, los controles cambiarios o restricciones en el intercambio de monedas, suelen implementarse para controlar la cuenta corriente de la balanza de pagos, más que la de capital. Por tanto, no se dirigen necesariamente a restringir los movimientos de capitales en la economía. (Neely, 1999)

En el mismo sentido, Stacey & Sanger (2012) distinguen a los controles de cambio como limitaciones a la capacidad de intercambiar una moneda por otra o implicarse en transacciones que así lo requieran, mientras que los controles de capitales son restricciones a la capacidad de transferir capital a otro país. De esta manera, los primeros suelen verse como impuestos a las compras de divisas extranjeras, mientras que los segundos actúan como impuestos diferenciales a los ingresos de activos extranjeros que devengan intereses (Stockman & Hernández, 1985).

De acuerdo con Nayyar (2000), los controles de cambios son aplicables a todas las transacciones en moneda extranjera. Estos tienen como objeto regular la demanda de moneda extranjera en sus diferentes usos con el fin de equipararla a la oferta de divisas disponible. Por lo que estos controles se imponen para incidir en el resultado de la balanza de pagos, sin distinguir necesariamente entre la cuenta corriente y de capitales.

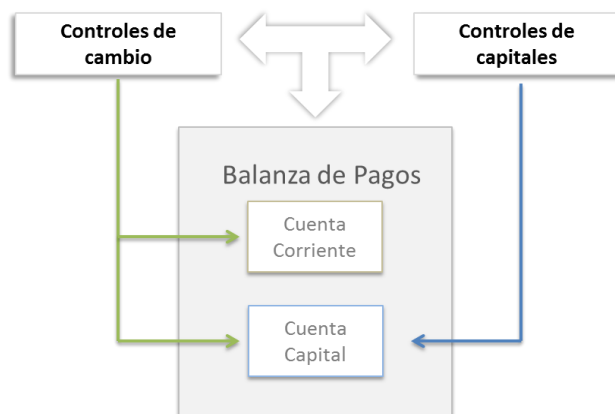
Por su parte, los controles de capitales presentan un alcance limitado y solo son aplicables a la cuenta de capital con el claro objetivo de limitar o prohibir los movimientos internacionales de capitales (Nayyar, 2000). Estos pueden observarse como restricciones cuantitativas o impuestos explícitos o implícitos.

De manera similar, en Tamirisa (1998) se plantea que los controles de capitales abarcan las restricciones relativas a las transacciones de la cuenta capital. Estos tienen la clara intención de afectar el movimiento transfronterizo de capital, discriminando en

base al lugar de residencia de las partes; y generalmente están dirigidos hacia los flujos para la compra de bonos y menos hacia la inversión extranjera directa (Ostry, y otros, 2011). Por lo que su objetivo se dirige fundamentalmente a controlar los flujos de capitales más volátiles.

Según Rajan (1998) ambos instrumentos constituyen restricciones a los flujos de capital, solo que los controles de cambios restringen las transacciones en divisas en general y los controles de capitales restringen las transacciones en la cuenta de capital. En consecuencia, si bien ambos instrumentos por lo general coexisten o se superponen, persiguen objetivos relacionados pero distintos. Finalmente, podría afirmarse de acuerdo con Cooper (1999), que los controles cambiarios se aplican tanto a las transacciones corrientes como a las de capital (Ver Esquema 1).

**Esquema 1. Controles de cambio vs controles de capitales**



*Fuente: Elaboración propia*

Bajo este mecanismo de control todos los recursos en monedas extranjeras son regulados por la autoridad cambiaria (el banco central, el Tesoro o una agencia especial constituida para ello). Dicha autoridad concentra la compra de divisas, se encarga de su asignación de acuerdo a prioridades definidas de la economía, así como autoriza los pagos hacia el exterior.

Entre las principales manifestaciones de este tipo de mecanismo monetario se encuentran: el monopolio por parte del Gobierno del intercambio de divisas y monedas domésticas, aplicación de un tipo de cambio sobrevaluado o subvaluado, disposición

del Gobierno sobre la tenencia privada de moneda extranjera y sobre los ingresos por exportaciones, aplicación de múltiples tipos de cambio, asignación por el Gobierno de las divisas para las importaciones, sistemas de compensación y canje conducido de manera oficial (Nenovsky, Pavanelli, & Dimitrova, 2007).

Entre los objetivos explícitos de los controles de cambio que suelen enunciar los países que los aplican se encuentran:

- a. Conservar las divisas del país y garantizar su correcta utilización en interés de la economía doméstica.
- b. Asignar divisas para la importación de bienes y servicios esenciales.
- c. Mejorar la posición de la Balanza de Pagos.
- d. Restringir la importación y consumo de productos no esenciales.
- e. Proteger la industria nacional de la competencia extranjera.
- f. Regular las compañías extranjeras.
- g. Garantizar el pago de la deuda externa del Estado.

De ahí que, los mercados de divisas bajo un sistema de controles de cambio presenten algunas de las siguientes características:

- a. Existen regulaciones sobre las importaciones y sobre el acceso a las divisas.
- b. Los participantes del mercado deben poseer determinadas autorizaciones como licencias u otros.
- c. Los exportadores deben vender sus divisas a la autoridad cambiaria.
- d. El tipo de cambio oficial suele ser fijado por el Estado.

Los controles cambiarios se clasifican, según Paul Einzing (1934) de acuerdo a su efecto sobre el tipo de cambio. De esta manera, se identifican controles cambiarios directos e indirectos<sup>4</sup>. (Ver Esquema 2)

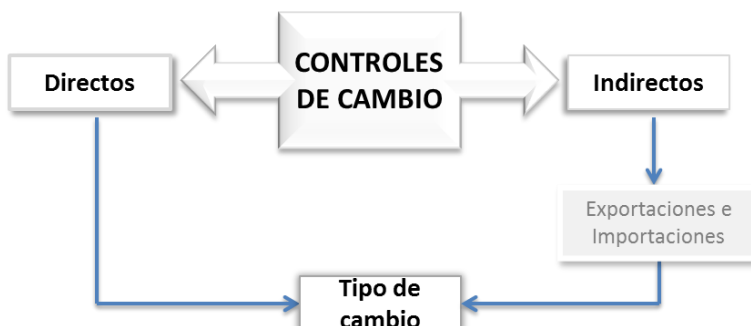
Los controles de cambio directos agrupan aquellos mecanismos adoptados por el Estado para tener un control efectivo sobre el tipo de cambio, regulando directamente la cantidad, uso y asignación de las divisas. Mientras que, los controles de cambio

---

<sup>4</sup> Esta clasificación se basa en el libro *Exchange Control* de Paul Einzing (1934), cuyo contenido puede consultarse en ([www.economics-the-economy.knoji.com](http://www.economics-the-economy.knoji.com))

indirectos son diseñados para regular los movimientos internacionales de bienes y servicios, lo que incide indirectamente en el tipo de cambio.

#### Esquema 2. Clasificación de los controles de cambio.



*Fuente: Elaboración propia*

---

En el grupo de controles directos se incluyen las medidas siguientes:

- a. **Intervención del Estado** en el mercado de cambios vendiendo o comprando divisas, con el objetivo de sobrevalorar o subvalorar la moneda local respecto a la extranjera.

La intervención es generalmente más eficaz en países en que el acceso a los mercados internacionales de capital es limitado, de modo que las autoridades tienen mayor capacidad para influir sobre las condiciones del mercado de divisas comprando o vendiendo moneda extranjera directamente.

- b. **Restricciones cambiarias**, o sea, medidas para restringir el flujo de la moneda local hacia el mercado de cambios. En este caso, el Estado puede impedir el intercambio de moneda doméstica por divisas sin su autorización, o centralizar todo el comercio o transacciones en divisas en la autoridad cambiaria, usualmente el banco central. Dichas restricciones pueden tomar varias formas: sistemas de cuentas bloqueadas<sup>5</sup>, control de cambio integral, mercados cambiarios duales y tipos de cambios múltiples.

---

<sup>5</sup> Consiste en negar la conversión hacia la moneda nacional de los depósitos bancarios, valores y otros activos mantenidos por extranjeros en el país. Este tipo de restricción cambiaria fue aplicada en Alemania en 1931 para enfrentar la crisis económica.

*El control de cambio integral o mercado único controlado* pretende cubrir la totalidad de las transacciones en monedas extranjeras, estableciendo limitaciones cuantitativas y cualitativas a las erogaciones en divisas. Se niega así toda posibilidad legal de complementar los flujos autorizados y por tanto, la demanda insatisfecha después de asignadas las cantidades previstas mediante los mecanismos de control, no puede ser compensada con el acceso a un mercado de libre concurrencia, pues tal práctica estaría al margen de las disposiciones normativas del régimen (Hernández C. , 2003).

*El control de cambio parcial o mercado dual*, consiste en un régimen cambiario dual, en el cual generalmente se establece un mercado controlado y un mercado de libre concurrencia. El primer mercado se orienta a transacciones de prioridad nacional con un tipo de cambio de preferencia, y el segundo para el resto de las transacciones con un tipo de cambio que suele quedar sujeto a la acción de la oferta y la demanda. No obstante, en algunos casos se observa cierta intervención del banco central en el segundo para controlar la volatilidad cambiaria y moderar la brecha entre los tipos de cambio de ambos espacios (Hernández C. , 2003).

Una de las formas en que se ha visualizado el sistema dual de cambios, es mediante la fijación de tasas de cambios diferentes para las transacciones de la cuenta corriente (llamada tasa de cambio comercial) y las de la cuenta capital (tasa de cambio financiera). Ello es equivalente a gravar a las transacciones financieras con el resto del mundo (Adams & Greenwood, 1985).

De ahí que se plantee que el régimen cambiario dual se asemeje a los controles de capital. Si bien impide la salida neta de capitales a través de la depreciación de la tasa de cambio financiera, ello a su vez actúa como un impuesto a dicho flujo. El principal argumento a favor de esta modalidad es que teóricamente permite aislar los precios domésticos y el producto, de los efectos de los movimientos de capital. (Collins, 1991)

Por su parte, *el sistema de tipos de cambios múltiples* establece diferentes paridades cambiarias para distintos segmentos del mercado, lo que distorsiona los precios

relativos. Ello equivale, en términos económicos, a un sistema de impuestos y subsidios al comercio exterior (Collins, 1991).

Por tanto, se imponen diferentes precios para la moneda extranjera en dependencia del propósito de la transacción o de la identidad de la parte que lo realiza, resultando en un sistema de impuestos administrado por la autoridad monetaria (Cooper, 1999). Un elemento crítico de este es que las transacciones internacionales se despliegan entre los diferentes mercados de cambios, por lo que resulta excesivamente difícil implementar dicha segmentación, particularmente cuando la diferencia entre las tasas de cambios es alta (Collins, 1991). De ahí que este sistema sea altamente complejo y engorroso desde el punto de vista administrativo y de controles.

- c. **Acuerdos de compensación de cambios**, el cual involucra necesariamente la acción conjunta de dos economías, consistiendo en un sistema de intercambio bilateral directo de bienes entre dos países que de mutuo acuerdo fijan el valor de sus monedas.

En este sistema las economías comprometidas en el comercio, deben pagar a sus respectivos bancos centrales los montos que deben a sus acreedores extranjeros, lo que permite a estas autoridades realizar una compensación de pagos.

Se plantea que esta medida permite optimizar las necesidades de cambio de monedas por el comercio, pero se sustenta bajo el fuerte supuesto de que las economías comprometidas satisfacen sus exportaciones e importaciones entre ellas y por tanto no comercian con otras economías.

- d. **Acuerdos de pagos** que implican la transferencia inmediata una vez que la información es recibida por el banco central correspondiente, descartando posibilidades de retrasos y manteniendo una relación directa entre importadores y exportadores<sup>6</sup>.

Mientras, en el grupo de controles indirectos se incluyen las siguientes políticas:

---

<sup>6</sup> Se incluye además en esta clasificación de controles directos la denominada Política de Oro, a través de la cual un país puede manipular los precios de compraventa del oro para incidir en la tasa de cambio de su moneda. Esta medida se aplicó en 1936 mediante el Acuerdo Tripartita firmado por Reino Unido, Francia y Estados Unidos, el cual fijaba un precio de compra y venta del oro.

- a. **Tarifas, cuotas o derechos de importación y otras** restricciones cuantitativas aplicadas al volumen de comercio exterior, las que tienden a sobrevaluar la moneda doméstica respecto a la extranjera. Este constituye el principal control de cambio indirecto.
- b. **Subsidios de exportación**, cuyo principal objetivo es incentivar las exportaciones del país. Dicha medida de igual manera, tiende a sobrevaluar la moneda doméstica.

Si bien la implementación de los controles de cambio ha sido muy diversa, la evidencia empírica ha mostrado un gran recurrencia a los de tipo directo. En este sentido, se han destacado la aplicación de las modalidades de mercados de control integral, control dual y los tipos de cambio múltiples. En la actualidad, según cifras del Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>7</sup>, 16 países miembros aplican regímenes duales mientras que solo 6 aplican múltiples.

## **1.2 Debate teórico sobre la efectividad de los controles de cambio. En búsqueda de un balance**

Los controles de cambio constituyen una de las alternativas de política más controversiales para las economías, cuya efectividad constituye en la actualidad un tema de amplio debate. Históricamente, la principal motivación para implementar los controles de cambio ha sido evitar o desincentivar la salida de recursos financieros de un país, con el objetivo explícito de garantizar cierta posición en la balanza de pagos que permita mantener el valor de la moneda doméstica.

Estos instrumentos constituían la respuesta estándar de las economías con crisis de balanzas de pagos<sup>8</sup>. Su modelo clásico en los años 70 consistía en establecer que los exportadores vendieran sus ingresos en moneda extranjera al Estado a una tasa de cambio fija y luego las divisas serían vendidas a la misma tasa para realizar pagos autorizados al exterior (fundamentalmente importaciones y servicios de la deuda) (Yianni & DeVera, 2010).

---

<sup>7</sup> Estas cifras son basadas en el *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. 2014 (International Monetary Fund).

<sup>8</sup> La intervención en la balanza de pagos se transformó en el principal foco del manejo macroeconómico en los países latinoamericanos, con el fin de manejar las perturbaciones externas tanto negativas como positivas

El objetivo de los controles no es solo estabilizar el tipo de cambio, sino también prevenir que las condiciones monetarias externas afecten las tasas de interés, la inflación y la oferta de dinero domésticas (Yongzhong, 2009). Por tanto, resulta una especie de política de aislamiento o de proteccionismo de la economía del flujo de capital externo.

En cumplimiento de dichos objetivos, se emplean una serie de restricciones que afectan la exportación física de billetes, las transferencias del valor de las exportaciones desde el exterior, el posible sobrepago de las importaciones, las transferencias de divisas al exterior a través del sistema bancario, entre otros.

Adicionalmente, su uso se ha relacionado con contextos en que se dificulta equiparar la oferta de divisas (principalmente por exportaciones y entradas de capitales) con la demanda. De ahí que, se apliquen controles en ambos sentidos, por el lado de la oferta con requerimientos de venta de las divisas obtenidas y por el lado de la demanda con límites y controles en la compra de moneda extranjera y en las salidas de capitales (Texeira, 2003).

En particular, los sistemas de tipo de cambio múltiple se han instaurado luego de algún shock adverso<sup>9</sup> que presiona el mercado de divisas, para lo que se requeriría una depreciación del tipo de cambio real de equilibrio. El objetivo es evitar una caída explosiva de los salarios reales y un incremento de la inflación debido al aumento del costo de los insumos importados. (De la Torre & Ize, 2013)

Los controles cambiarios también se han implementado como un instrumento de política de desarrollo, el ejemplo más claro fue la estrategia de industrialización y sustitución de importaciones en América Latina. En el caso de Brasil, esta política desarrollada entre finales de la Segunda Guerra Mundial y los años 70, incluyó la implementación de controles de importación y de tasas de cambios sobrevaluadas. Ello permitía que las importaciones de insumos y bienes de capital fueran a un bajo costo y

---

<sup>9</sup> Estos shock pueden ser de oferta (como un deterioro de los términos de intercambio o un incremento de las tasas de interés mundiales) o de demanda (una fuga de capitales desencadenada por la represión financiera y/o políticas macroeconómicas insostenibles).

limitaba la importación de bienes de consumo no esenciales o que fuesen producidos en el país, lo que constituía una clara protección a la industria nacional. (Texeira, 2003)

Otro contexto donde fueron usados como instrumentos fue durante el proceso de restructuración de deuda soberana en América Latina en los años 80. De esta manera se logró crear perspectivas positivas en los acreedores dado que se incluía a los bancos centrales o las entidades del gobierno encargadas de las regulaciones de control cambiario, como garantes y afianzadores del proceso (Yianni & DeVera, 2010).

Bajo este tipo de modalidades de control, los bancos centrales presentan una posición ventajosa respecto al resto de los participantes del mercado cambiario, debido a los requisitos de información. De esta manera, la autoridad cambiaria puede observar el flujo de órdenes del mercado de forma agregada, así como las posiciones abiertas netas de los intermediarios financieros.

El fundamento económico de los controles de cambio es similar al de los sistemas de cuotas de importación. Un sistema de cuotas impone restricciones cuantitativas sobre las importaciones de bienes y servicios, mientras que un sistema de control cambiario impone que las divisas sean transadas a través del banco central de manera que restringe la disponibilidad de moneda extranjera para determinadas importaciones (Collins, 1991).

Por tanto, dado que los controles cambiarios implican fijar un impuesto a la adquisición de moneda extranjera para la compra de bienes y servicios en el exterior, disminuyen la cantidad de importaciones y elevan los precios relativos de estas. Además, si la asignación gubernamental de divisas se realiza en base a reglas no competitivas, se podrían priorizar algunos usos de menor valor en lugar de otros de alto valor, lo que deviene en una disminución del comercio exterior (Tamirisa, 1998).

Uno de los principales detractores de estos instrumentos de control era el FMI con el argumento de que estos eran ineficientes para lograr los objetivos planteados. Su principal fundamento era que el mercado creaba las formas de evadir estas restricciones y finalmente lo que se lograba era un desalineamiento del tipo de cambio.

Esta institución, que funge como supervisora de las políticas de tipo de cambio desde la ruptura del sistema de *Bretton Woods*<sup>10</sup>, expresa en el Artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI (enmendado en 1976)<sup>11</sup>, que los países miembros tienen como obligación evitar la manipulación del tipo de cambio para impedir el ajuste de la balanza de pagos y obtener ventajas competitivas desleales (Hinojo & Martínez, 2010). Todo ello se corresponde con las acciones que la Organización de Naciones Unidas impulsó y promovió sobre la liberalización del comercio y de los pagos internacionales.

Por tanto, si se tiene en cuenta que la principal motivación de los controles de cambios es garantizar cierta posición en la balanza de pagos de un país que permita mantener el valor de su moneda doméstica, definitivamente el FMI se pronunciaba en contra de su aplicación desde sus principios legales.

En experiencias como la de China, que constituye un caso muy interesante en la actualidad por su historia de exitoso crecimiento económico basado en una política alejada a la convencional, se ha cuestionado en gran medida la eficacia de los controles cambiarios. Dicha interrogante se basa en la ineffectividad de la política que combina la intervención en el mercado cambiario y la regulación de los movimientos de capitales, en su afán de control simultáneo de la inflación y el tipo de cambio real (Doimeadiós, Hidalgo, Licandro, & Licandro, 2011). Ello se fundamenta en la teoría de la trinidad imposible que plantea que no es posible alcanzar de una vez los objetivos de estabilidad cambiaria, independencia de la política monetaria y libertad de capitales, sino que solo se pueden cumplir dos de ellos.

Al mismo tiempo, autores como Krugman reconocen que la aplicación de controles le permitió a la economía china enfrentar la crisis asiática de forma más favorable que el resto, dado que contaba con una moneda inconvertible como resultado de la aplicación de controles de cambio. Ello le permitió implementar políticas expansivas y mantener un tipo de cambio fijo (Krugman, 1998).

---

<sup>10</sup> Según se plantea en los Acuerdos de 1976 y la decisión del Directorio Ejecutivo de 1977. (Ver Anexo 1)

<sup>11</sup> Este Convenio tiene rango de tratado internacional y es la principal base jurídica para la actuación de dicha institución en materia de tipo de cambio.

De ahí que, los controles parezcan ofrecer la solución a un dilema que enfrentan comúnmente las economías en desarrollo, que no es más que la posibilidad de mantener un tipo de cambio y niveles de precios estables junto a una política monetaria independiente. Ello resulta incluso mucho más atrayente para una economía con limitadas reservas internacionales (Dunn, 2002).

La principal crítica a los controles de cambios es que estos solo posponen y agravan las consecuencias económicas que los gobiernos pretenden evitar al imponerlos. Si se parte de la consideración de que estos instrumentos no solucionan el problema de desequilibrio externo, sino que previenen que dicha situación empeore, entonces debería evitarse su uso extendido en el tiempo y solo considerarse como políticas de corto plazo ante situaciones de elevado deterioro de la posición externa de un país.

En este sentido, la instrumentación de los controles de cambio solo debiera presentarse como un corto tránsito hacia soluciones estructurales. Estas últimas deben estar enmarcadas en un programa de acción que promueva el equilibrio, la estabilidad y el crecimiento económico (Hernández C. , 2003).

Es por ello que generalmente los controles de cambio son vistos como medidas impuestas en sustitución de necesarias reformas domésticas. Por lo que su rol real es ganar tiempo para que dichas reformas, que suelen ser muy complejas, puedan ser implementadas (Yianni & DeVera, 2010). Ello se basa en el fundamento de que la capacidad que tienen los controles para aislar las economías de los shocks externos se desvanece con el tiempo (Avellán, 2005).

Por ejemplo, algunos países que han decidido ajustar su tipo de cambio han presentado dificultades en decidir la magnitud del ajuste necesario. En estos casos podría ser apropiado la implementación de un sistema dual de cambios con el objetivo de obtener dicha información. También en los casos en que se pretenda transitar desde un régimen fijo a uno flexible, pues permitiría dar saltos graduales manteniendo el subsidio a ciertos *commodities* (Collins, 1991).

Por tanto, los controles no constituyen sustitutos a la necesidad de cambios de políticas para revertir un elevado y persistente déficit de balanza de pagos. Sino que

simplemente posponen un ajuste inevitable y podrían incluso exacerbar las distorsiones y dificultar el propio ajuste<sup>12</sup>. De hecho, una economía que impone controles como alternativa a una política devaluatoria para evitar un efecto inflacionario, podría terminar con tasas inflacionarias aún mayores que las que hubieran resultado de la devaluación (Collins, 1991).

Los controles de cambio son muy cuestionados porque su implementación incentiva el desarrollo de prácticas ilegales y evasivas por parte de los agentes económicos (Yianni & DeVera, 2010). Ello responde a que los agentes afectados tienden a desarrollar mecanismos para evadir los controles o disminuir su efectividad. En muchos casos ha estimulado la corrupción y otros crímenes que afectan a las instituciones gubernamentales del país.

Un ejemplo de ello fue Turquía en los años 50 donde la evasión de los controles alcanzó tales proporciones que las transacciones internacionales legales desaparecieron virtualmente (Krugman, 1991). Otro caso particular resultó el de Vietnam donde los bancos comerciales desarrollaron un amplio rango de técnicas para evadir las regulaciones gubernamentales que establecían la aplicación de una tasa de cambio máxima. Entre estas técnicas se encontraban la realización de transacciones entre la moneda nacional y el dólar a través de una tercera moneda, el pago en efectivo para compensar diferencias de tipos de cambios y la compensación a través de ventas y compras aparentes de oro (Nguyen & Nguyen, 2010).

Una de las prácticas más comunes desarrolladas en el marco de aplicación de estos instrumentos es la subfacturación de exportaciones para evadir los controles. De esta manera los exportadores mantienen depósitos de monedas extranjeras en el exterior, como reserva de valor o para operarlos en mercados diferentes al oficial que les permita obtener mayores ganancias. De igual forma, se han presentado acciones de sobrefacturación de importaciones que podrían estar motivadas por expectativas sobre posibles devaluaciones o también la posibilidad de obtener ganancias en el mercado informal de divisas.

---

<sup>12</sup> Entre las políticas de ajuste se incluyen cambios en el tipo de cambio real, en la posición fiscal y en el crecimiento monetario. (Collins, 1991)

De acuerdo a diferentes reportes publicados por *International Trade Center*<sup>13</sup>, la comparación de los datos de comercio exterior de varios países y sus respectivas contrapartes, muestra cierta discrepancia entre la información brindada por los exportadores e importadores de una economía y su contraparte internacional o sea un importador o exportador de otro país, lo que puede relacionarse con posibles acciones de subfacturación de exportaciones y sobrefacturación de importaciones. En estos estudios se señala a la economía china como una de las que recurrentemente presenta las mayores discrepancias en ambos sentidos.

Una investigación realizada entre 1977 y 1983 estimó como promedio una subfacturación de exportaciones de 19,6% en Argentina, 12,7 % en Brasil, 12,8% en Chile y 33,6 % en México. Ello representaba una entrada de divisas por el monto estimado que no se registró en la economía en cuestión. (Cuddington, 1986)

Otro costo que se atribuye a los controles cambiarios es la distorsión de los mercados en cuanto a la asignación de recursos. Ello se refleja en los problemas de equidad distributiva existentes en la mayoría de los casos, lo que crea incentivos contraproducentes aun cuando se planteen consideraciones de orden ético o se apliquen penalizaciones severas a cualquier desviación normativa. Dicho efecto puede determinar cambios en la estructura sectorial de la demanda de crédito y un ensanchamiento del desequilibrio en el mercado de bienes, lo que podría generar presiones inflacionarias.

Otro elemento muy señalado por los detractores de estos instrumentos es que se propicia el desarrollo de un mercado informal de divisas (comúnmente denominado mercado negro) el cual se convierte en un espacio paralelo para las operaciones en moneda extranjera que no pueden ser canalizadas en el mercado formal. Lo más preocupante de lo anterior es que podrían ser incluso operaciones legítimas de

---

<sup>13</sup> El Centro de Comercio Internacional (en inglés: *International Trade Centre*) constituye una entidad subsidiaria de la Organización Mundial del Comercio (OMC) y de la Conferencia de Naciones Unidas para el Desarrollo y el Comercio (UNCTAD). La misma provee asistencia técnica relativa al comercio con gran orientación hacia las economías en desarrollo. Sus reportes se encuentran disponibles en [www.intracen.org](http://www.intracen.org)

comercio exterior. En este sentido lo que se expresa es la convertibilidad<sup>14</sup> parcial de la moneda doméstica.

Adicionalmente, se le atribuyen problemas de ineficiencia dado que si una industria se desarrolla bajo una tasa de cambio favorable, teniendo en cuenta que les fueron asignados los recursos administrativamente, esta no reflejará sus verdaderos costos y beneficios (Xiaoqin, 2004). Es por ello que en muchas ocasiones se plantea que estos mecanismos inhiben el desarrollo de la industria nacional, dado que se basan en un excesivo proteccionismo que limita su expansión propia.

Otra crítica se relaciona con el costo que implica adoptar los controles y hacerlos funcionar correctamente, dado el requerimiento de medidas administrativas como son la emisión de autorizaciones, el monitoreo de posibles evasiones de las medidas, a lo que se suman los aspectos tecnológicos (Iuretich, 2013).

Según Texeira (2003) en el caso de Brasil los principales costos de administración de las restricciones cambiarias se asociaron al registro de las importaciones y exportaciones, de los contratos en moneda extranjera y la supervisión de cada operación en divisas. De ahí que entre las principales quejas de los importadores, exportadores y bancos, se encontraba la necesidad de desarrollar toda una estructura de *back office*<sup>15</sup> en función de todo el proceso regulatorio. A ello se sumaban los costos para el sector público de supervisar y hacer cumplir dichas normas cambiarias.

En tanto, se identifica que estos instrumentos representan barreras explícitas al comercio, aunque su efecto depende de su estructura y efectividad y de su interacción con otras distorsiones de la economía. Como los controles actúan como un impuesto sobre la moneda extranjera, constituyen un desincentivo al comercio exterior, dado que inciden en los costos de transacción, el tipo de cambio, el financiamiento al comercio y en el precio relativo de las importaciones (Tamirisa, 1998).

---

<sup>14</sup> Capacidad de la moneda de un país de ser intercambiada con otras.

<sup>15</sup> Refiere al conjunto de tareas de apoyo a una actividad económica, es la parte destinada a realizar tareas que no tienen contacto directo con el cliente, como las labores informáticas y de comunicaciones, de gestión de recursos humanos, contabilidad o finanzas.

Adicionalmente, se plantea que los controles de cambios son significativamente menos efectivos cuando son utilizados para mantener un tipo de cambio oficial sobrevaluado, en aras de enfrentar presiones de demanda interna. En este caso, el incremento de las dificultades macroeconómicas y de una inadecuada asignación, asociado con el régimen de control cambiario, conlleva a una revocación de la posición del gobierno respecto al tipo de cambio oficial. (Kaufmann & O'Connell, 1999)

Sin embargo, si bien existía un consenso en la crítica a los controles, la crisis financiera de 2008 representó un giro en el pensamiento económico convencional, incluyendo al FMI. Dicha crisis ha demostrado de manera rotunda que la interconexión de los mercados financieros, si bien brinda una arista beneficiosa para las economías, constituye un canal de contagio inmediato en situaciones adversas.

En este sentido, es posible señalar dos casos muy particulares que aplicaron controles de cambio como respuesta a la crisis financiera. En primer lugar se puede mencionar a Islandia, que luego del colapso de su sistema bancario y del mercado de divisas *on-shore*<sup>16</sup> en octubre de 2008 impuso restricciones cambiarias para determinadas transacciones internacionales corrientes. Por otra parte, en el mismo año Ucrania impuso un conjunto de medidas de control cambiario que incluían retrasos en la transferibilidad de la moneda doméstica y límites a los pagos en moneda extranjera. En el primer caso el FMI aprobó el régimen de control cambiario propuesto, sin embargo no ocurrió de igual manera en el segundo. (Yianni & DeVera, 2010)

Por otro lado, en América Latina, en los principales países de la región, se observó una respuesta macroeconómica a la crisis que no obedeció a una acción coordinada. Por ejemplo, Argentina anunció la aplicación de licencias previas para la importación de un conjunto de productos y mayores controles sobre la demanda de divisas, mientras que Brasil adoptó una serie de restricciones arancelarias (licencias previas) a las importaciones en varios sectores. (Guerra & Olivo, 2009)

Oliver Blanchard, quien fuera Economista Jefe del FMI, plantea que la mejor forma de manejar la volatilidad de los flujos de capitales es evitando que el ajuste sea totalmente

---

<sup>16</sup> Refiere al mercado localizado en el país de origen.

por el tipo de cambio (DeLong, 2013). Ello infiere la necesidad de la utilización de instrumentos de control que eviten que los shocks externos afecten los niveles de tipo de cambio.

Lo anterior evidencia un reconocimiento a que la implementación de estos instrumentos aporta ciertos beneficios o ventajas en el manejo de las políticas económicas y su relación con el exterior. Entre los principales efectos positivos esperados se encuentra la provisión de divisas para importaciones esenciales, lo cual permite regular su precio en la economía interna y evitar alzas especulativas. Con ello se corrige uno de los riesgos de la total convertibilidad, que es el traspaso de los movimientos del tipo de cambio a los precios.

Asimismo, en James & Wandschneider (2013) se referencia que Krugman admite que en momentos de crisis el uso temporal de controles permite al país afectado ganar tiempo para reestructurar en una forma ordenada su sistema financiero. Así se les atribuye la capacidad de funcionar como un sistema de protección que actúa mediante impuestos y subsidios implícitos.

Se plantea que una economía puede mejorar su balance comercial de manera menos traumática con controles que con una devaluación, dado que provee cierto aislamiento a los *shocks* externos (Krugman, 1991). En el Anexo 2 se explica una propuesta de metodología de estimación de un índice de efectividad de la protección.

Adicionalmente, se evita un colapso en las relaciones económicas del país con el extranjero, dado que se envía el mensaje de que existen mecanismos para cumplir con los compromisos (el pago de la deuda externa). Además, ofrece un mayor margen de actuación para la política monetaria dado que se imponen relativos límites a los flujos de capital.

Un elemento a favor de estos instrumentos es el hecho de que permiten un mayor grado de estabilidad económica, dado que limitan la volatilidad del tipo de cambio que provocan las entradas y salidas de capitales. Además, se favorece la producción nacional, ya que con las restricciones a la importación y a la salida de capitales, los

productores domésticos tienen más oportunidad de colocar sus bienes en el mercado interno.

En resumen, si bien se constata una crítica negativa hacia estas políticas por parte de algunos autores, se ha evidenciado la importancia de su aplicación por determinadas economías en distintos períodos de crisis, por ejemplo durante la restructuración de la deuda en América Latina, la crisis asiática y la crisis financiera de 2008.

Esto último evidencia que los controles de cambio constituyen recurrentes instrumentos de políticas, en aras de garantizar cierta estabilidad macroeconómica en situaciones específicas. Por lo que debieran considerarse como un elemento adicional dentro de la caja de herramientas macroeconómicas que complementan la política monetaria, fiscal, cambiaria y la regulación prudencial en los países.

Sin embargo, los propios autores que abogan por su implementación, reconocen que su eficacia dependerá de las condiciones en que los mismos se apliquen (elementos institucionales, contexto histórico, entre otros) y de su extensión en el tiempo.

### **1.3 Reflexiones sobre la aplicación de controles de cambio a partir del debate teórico**

El debate teórico suscitado al respecto de los controles brinda algunas luces sobre la pertinencia de su aplicación en determinados contextos, lo que tiene particular connotación en un análisis circunscrito a las economías en desarrollo, dada la complejidad y volatilidad del contexto internacional del cual forman parte.

La aplicación de controles constituye una herramienta de política de gran utilidad en la actualidad, fundamentalmente para el enfrentamiento de crisis financieras. En particular para las economías en desarrollo, constituye una alternativa en el proceso de decisión sobre el grado adecuado de integración con el resto del mundo. Esto se debe a que al limitar la integración financiera se logra reducir la especulación, resistir los shocks externos y evitar grandes fluctuaciones del tipo de cambio (Edwards & Rigobon, 2009).

Es importante señalar que si bien los controles de cambio se relacionan con los controles de capitales, su orientación va más allá de restringir la transferencia de

capitales, limitando la capacidad de intercambiar la moneda doméstica por la extranjera. Por tanto, el uso de controles de cambio implica la acción del Estado en el funcionamiento del mercado de divisas, incluso en su operatoria, incidiendo directamente en la oferta y demanda de monedas extranjeras y determinando la redistribución de las mismas. De ahí que se afirme que los controles de cambio inciden tanto en la cuenta corriente como en la cuenta capital de la balanza de pagos.

Además, el uso de los controles de cambio suele ser muy recurrente, esencialmente durante períodos de crisis, y no es exclusivo de las economías subdesarrolladas. Su surgimiento partió de las economías desarrolladas, para luego extenderse al resto. El principal argumento sobre el que se basa su implementación ha sido alcanzar la estabilidad macroeconómica en momentos de crisis. No obstante, se ha observado en muchos casos una extensión en el tiempo de estas medidas en las economías que las aplican. Ello se justifica por motivos fiscales y comerciales, toda vez que dichos mecanismos implican esquemas implícitos de impuestos y subsidios, así como aranceles y retenciones.

Estos instrumentos han sido objeto de muchas críticas, sin embargo, luego de la crisis financiera de 2008 se ha dado un reconocimiento a su uso, incluso por el FMI, como medidas que permiten atenuar en situaciones adversas el canal de contagio que confiere la interconexión de los mercados financieros en la actualidad.

Por lo general, se argumenta que estos instrumentos permiten alcanzar, al menos temporalmente, la estabilidad macroeconómica dado que permiten reducir los niveles de inflación y de tasas de interés domésticas. No obstante, su efectividad para alcanzar dichas metas dependerá de las condiciones en que se apliquen y su plazo de duración.

Sin embargo, a pesar de los beneficios de estos instrumentos, su aplicación implica importantes costos que deben ser efectivamente manejados. El alto grado de discrecionalidad que precisa su implementación genera problemas de equidad distributiva. Ello se fundamenta en el hecho que los controles crean diferentes condiciones para las distintas actividades de la economía, lo que podría generar

problemas de asignación y de eficiencia. Por tanto, deberán considerarse aquellas modalidades de control que minimicen este tipo de problemas.

Dado que la prohibición de compra de las divisas es equivalente a imponer un precio infinito, mientras que la prohibición de venta es equivalente a la imposición de un precio nulo, puede afirmarse que la aplicación de este tipo de políticas es discriminatoria por definición.

Los controles cambiarios inciden directamente en la convertibilidad de la moneda doméstica. Estos por lo general implican el desarrollo de un mercado de divisas paralelo o informal. En estos contextos las autoridades reguladoras deben monitorear el desarrollo de este otro mercado, pues el mismo podría brindar señales sobre el valor real de la moneda doméstica, lo que podría representar una clave de éxito de considerarse un proceso de unificación cambiaria.

La aplicación de estas restricciones cambiarias implica en primera instancia una distorsión de los precios relativos de los bienes y servicios, por lo que la economía doméstica se desconecta en cierta medida de la internacional. Dicha situación puede resultar beneficiosa en momentos de crisis, pero en tiempos normales constituye una desventaja importante a tener en cuenta por las autoridades de los países implicados.

Por último, una enseñanza muy importante para las economías en desarrollo es que el enfrentamiento a las situaciones de crisis o desequilibrios externos deberá tomar en cuenta que la aplicación de los controles de cambio no sustituye la necesidad de aplicar reformas económicas, por lo que deberá considerarse de forma paralela la implementación de políticas macroeconómicas y estructurales.

Por lo general, en el enfrentamiento de un shock externo adverso los gobiernos buscan primero financiamiento externo, de contar con una fuente para ello, y solo implementan un ajuste cuando esta posición se vuelve insostenible. En la mayoría de los casos este ajuste se inicia mediante sistemas de cuotas de importación, subsidios a la exportación o controles de cambio y solo se devalúa cuando estas políticas se vuelven inoperantes. Persuadir a los gobiernos sobre la adopción de una política más adecuada es una de las tareas principales de los organismos internacionales (Krugman, 1991). La decisión

final siempre queda en manos de los gobiernos y el éxito de cada política adoptada dependerá en buena medida de las características de la economía y la coyuntura.

El estudio acerca de la experiencia práctica en la implementación de los controles de cambio, en un análisis que valore los elementos institucionales y contextuales, permitirá extraer lecciones en cuanto a efectividad de estas políticas, aspectos de su diseño e implementación operativa.

## **CAPÍTULO 2. IMPLEMENTACIÓN DE CONTROLES DE CAMBIO. LECCIONES DESDE LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL**

La aplicación de restricciones al cambio entre la moneda nacional y las divisas extranjeras, ha sido una práctica muy recurrente a lo largo de los años, siendo no exclusiva de las economías subdesarrolladas. De hecho, podría afirmarse que partió de las economías desarrolladas durante períodos de importantes crisis económicas.

Si bien dicha práctica ha sido fuertemente criticada desde la corriente convencional de la teoría económica, la crisis asiática puso en tela de juicio aquellos argumentos, en particular dado el caso de Malasia, cuya primera respuesta para enfrentar la crisis fue la imposición de controles, impulsándose el debate sobre el uso de estos instrumentos.

En este sentido, el presente capítulo se propone caracterizar la práctica internacional en la implementación de controles cambiarios. Por ello, el primer epígrafe expondrá una mirada retrospectiva de estos instrumentos, partiendo desde su surgimiento y luego en experiencias más recientes con énfasis en Venezuela, Argentina y Brasil. Posteriormente, en el segundo epígrafe se estudiará la implementación actual de los controles basado en los casos de Venezuela, Argentina y China. Finalmente, se extraerán algunas lecciones desde la experiencia internacional pasada y más reciente.

### **2.1 Los controles de cambio: Una mirada retrospectiva**

El inicio de los controles de cambio se enmarca en tres períodos muy importantes: la Primera Guerra Mundial, la Gran Depresión de los años 30 y la Segunda Guerra Mundial. Las restricciones cambiarias de la primera guerra resultaron de las grandes expansiones monetarias que precisaban los gastos bélicos, lo que rompió con el Patrón Oro<sup>17</sup> que hasta ese momento se implementaba. No obstante, dichas medidas tuvieron un carácter fiscal y proteccionista por lo que presentaron un limitado desarrollo.

La Gran Depresión de 1929 marcó el verdadero inicio de los controles cambiarios. La incertidumbre sobre las políticas gubernamentales provocó fuertes movimientos de

---

<sup>17</sup> El patrón oro clásico se implementó desde 1873 hasta 1914. Dicho régimen se caracterizaba por la completa convertibilidad de los billetes por oro. Los bancos centrales eran los responsables de comprar y vender oro a un precio fijo para preservar la paridad oficial entre su moneda y este metal.

reservas en las economías que mantenían tipos de cambios fijos y fuertes variaciones de estos en aquellas que tenían regímenes flexibles. Muchas economías comenzaron a implementar medidas administrativas o tipos de cambio múltiples para la asignación de las reservas internacionales (Krugman & Obstfeld, 2001).

Se destacan de esta manera algunas economías como Alemania que introdujo controles en 1931 como medida de emergencia para proteger la caída de las reservas y evitar la depreciación de su moneda. También Hungría y Austria adoptaron restricciones cambiarias en el mismo año con una racionalidad similar (Cooper, 1999).

En este período casi todas las monedas latinoamericanas se volvieron inconvertibles a causa de una gran escasez de reservas, lo que condujo al racionamiento de las divisas. El control de cambio se generalizó para limitar la demanda de monedas extranjeras, a través de la aplicación de estrictas licencias de importación.

A medida que se avanzaba en la recuperación de la depresión, un número importante de países fueron flexibilizando dichas medidas, sobre todo aquellas relacionadas con las transferencias comerciales. Luego, durante la Segunda Guerra Mundial muchas economías, fundamentalmente las participantes en la guerra, volvieron a implementarlas. Se afirma que en este período solo el dólar era convertible.

Después de la Segunda Guerra Mundial, las Naciones Unidas impulsaron y promovieron acciones para la liberalización del comercio y de los pagos internacionales. Cuando se constituyó el FMI, como un mecanismo llamado a corregir la inestabilidad monetaria internacional, se puso mucho énfasis en redactar declaraciones de principio contra las restricciones cambiarias (Lagunilla, 1952). Solo aquellos países con economías denominadas *en transición* podrían emplear controles cambiarios, lo que quedaba planteado en el artículo 14 del Acuerdo del FMI.

Estos instrumentos constituían la respuesta estándar de las economías con crisis de balanzas de pagos en el pasado, en un contexto de bajo o incipiente desarrollo de los mercados financieros y particularmente de los mercados de cambios y de capitales (mercados de deuda). El modelo mayormente establecido consistía en la canalización

obligatoria de los flujos de divisas a través de una entidad gubernamental preestablecida, generalmente los bancos centrales.

Sin embargo, en el contexto de la liberalización y desregulación financiera, estos se fueron desechando como instrumentos, dada la regla de que las economías debían abrir su sector externo. Si de cierta manera estos mecanismos permanecieron en determinadas economías, ello se vio relacionado con el bajo nivel de desarrollo de estas y una aplicación menos fiel de las políticas de liberalización económica.

### **2.1.1 Surgimiento y expansión de los controles de cambios**

Si bien la implementación de los controles de cambio ha sido muy diversa, la evidencia empírica ha mostrado un gran recurrencia a los de tipo directo. En este sentido se han destacado la aplicación de las modalidades de mercados de control integral, control dual y los tipos de cambio múltiples.

#### *Control de cambio estricto o integral*

El control de cambio integral regula la totalidad de las transacciones en monedas extranjeras, estableciendo límites cuantitativos y cualitativos. Por lo que en este caso queda una demanda insatisfecha que no puede ser compensada en otro espacio de mercado. Si bien existen disímiles experiencias, los casos de Brasil y Venezuela resultan muy interesantes por sus efectos e implicaciones de políticas.

En Brasil, la recesión de 1929 tuvo un significativo impacto dada la caída del precio de su principal rubro exportador (el café), en respuesta a ello el país aplicó estrictas restricciones cambiarias entre las que se encontraron, la centralización de todas las operaciones cambiarias en el banco central, restricciones sobre las cuentas en monedas extranjeras, la obligación de entregar las recaudaciones derivadas de las exportaciones y la fijación de prioridades en la asignación de divisas (Texeira, 2003).

Estas restricciones permitieron una recuperación de la posición de la balanza de pagos del país, por lo que posteriormente se decide flexibilizar los controles y aun cuando se mantiene el monopolio del banco central sobre los ingresos en divisas por exportaciones, se permitió la realización de otras operaciones no relacionadas a las exportaciones y con tasas formadas por la libre oferta y demanda.

La aplicación de una tasa de cambio sobrevaluada, representaba una penalización para las exportaciones brasileñas, dado que las volvía menos competitivas. De ahí que se comenzó a considerar que las exportaciones no tradicionales no debían ser penalizadas por esta tasa de cambio y que podrían transarse en un espacio de libre mercado a una tasa mayor. Desde entonces, excepto para el café<sup>18</sup>, Brasil se volvió un tomador de precios en los mercados internacionales.

Otro momento en que se recurre a estos controles fue en 1983, cuando se planteó que todas las operaciones en monedas extranjeras debían transitar por el banco central, quien indicaría el momento en que podrían realizarse los pagos externos de acuerdo a una lista de prioridades. Ello permitió atenuar los atrasos en el pago de la deuda externa, pero resultó en un incremento de los precios en un 215% (Texeira, 2003).

Por otro lado, en Venezuela también se impuso un régimen de control de cambio integral en 1940. El contexto del conflicto europeo había deprimido sensiblemente el comercio internacional y con ello disminuyeron los ingresos de exportación<sup>19</sup> y las fuentes ordinarias de financiamiento del gasto fiscal.

El esquema establecido consistía en la centralización de todos los ingresos de exportación del país y el control de las importaciones y de otros gastos externos, a fin de asegurar la estabilidad de la paridad cambiaria y un desempeño ordenado del mercado de cambios. La Oficina Nacional de Centralización de Cambios estuvo a cargo de la recepción de las divisas por exportación hasta que en octubre de 1940 sus funciones fueron asumidas por el Banco Central de Venezuela (BCV) que inició sus operaciones ese año. Fue establecido un mecanismo de asignación de divisas a las distintas finalidades previstas por el Gobierno, conforme a un riguroso orden de prioridades y la administración del régimen estuvo a cargo de la Comisión Nacional de Control de Importaciones (Hernández C. , 2003).

---

<sup>18</sup> La sobrevaluación del tipo de cambio no representaba un problema para el café, pues este producto resultaba inelástico a los precios, al menos en el corto plazo.

<sup>19</sup> La producción y exportación del sector petrolero había decaído en proporciones no compensadas por el incremento de precios debido a la reducción de las actividades de las empresas operadoras y a la pérdida de mercados en Europa.

De acuerdo con Hernández (2003) este régimen cumplió, en buena medida, con los objetivos que determinaron su aplicación, pues permitió contener el deterioro de la balanza comercial, logró la concentración de los flujos de ingresos de divisas en el banco central y su asignación conforme a las políticas del momento. A su vez ello generó una devaluación acumulada para el tipo de venta al público del 5%, entre 1940 y 1944, con una inflación promedio anual de 4,9%, ambos indicadores aceptables.

Muchos años después, en 1994, esta economía volvió a recurrir a la aplicación de este tipo de controles ante la crisis del sistema bancario y la continua pérdida de reservas internacionales que motivó el cierre del mercado cambiario. Se establece así un régimen de control integral que planteaba que todas las transacciones debían cubrirse con una tasa de cambio única y la asignación de las divisas estaba a cargo de una junta donde participaban el banco central y el Gobierno Nacional. Este organismo suministraba divisas para las transacciones corrientes, el servicio de la deuda pública y privada, gastos de viajeros y remesas (Guerra & Pineda, 2000).

El proceso de asignación resultó excesivamente lento por fallas de diseño y la existencia de conflictos de prioridad entre sectores y actividades demandantes de divisas. Por lo que la política derivó en la aparición de un mercado paralelo no oficial, en el cual el tipo de cambio expresaba todas las distorsiones de la excesiva regulación.

Para 1995 se habían agudizado los desequilibrios y distorsiones de la economía, debilitándose la posición externa del país por la reducción de las reservas internacionales en un 15,5% como consecuencia del déficit en la cuenta de capital de la Balanza de Pagos, que absorbió el superávit en la cuenta corriente<sup>20</sup>. No obstante, el PIB registró una tasa de crecimiento positiva en respuesta a la recuperación de la actividad petrolera y la inflación fue ligeramente inferior al 57%.

La siguiente tabla resume la descripción de la aplicación de este régimen en diferentes experiencias.

---

<sup>20</sup> La insuficiencia de las políticas adoptadas para conjurar el déficit fiscal, la incertidumbre formada en un ambiente de expectativas adversas, las elevadas tasas de interés internas que prevalecían en respuesta a la orientación restrictiva de la política monetaria y la ausencia de financiamiento externo y de inversiones directas de ese mismo origen, explicaron los resultados en las cuentas externas de este país. (Hernández C. , 2003)

**Tabla 1. Experiencia internacional en la implementación de controles de cambio integral.**

| Caso      | Contexto        | Descripción                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|-----------|-----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Europa    | Finales de 1930 | Un grupo de países (entre ellos Dinamarca, Grecia y Portugal), formaron un fondo centralizado y administrado por las autoridades oficiales encargadas de aceptar o rechazar las transferencias sobre el cambio exterior.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Bulgaria  | 1923            | Se estableció que todas las órdenes de compra y venta de divisas debían dirigirse hacia el banco central, como resultado del agotamiento de las reservas que produjo la hiperinflación en Alemania, dado que la mayoría de estas se denominaban en moneda alemana ( <i>reichmarks</i> <sup>21</sup> ).<br>Por tanto, todas las divisas debían someterse a la autoridad cambiaria para su distribución administrada para propósitos de importación.                                                                                                                                 |
| Argentina | 1931-1933       | En 1931 se creó la Comisión de Control de Cambios, encargada del otorgamiento de los permisos para la importación y transferencias de fondos. Los exportadores quedaban obligados a entregar todo el cambio proveniente de sus embarques.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Uruguay   | 1931            | Luego de una marcada depreciación de la moneda nacional hasta alrededor del 65%, se estableció un racionamiento universal del cambio extranjero, de manera que ningún agente económico pudiese efectuar un pago en el exterior sin licencia del Banco Central.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| China     | 1978-1985       | Desde el comienzo de la reforma económica, la distribución de las divisas se regía directamente por el plan gubernamental. Las entidades de comercio exterior debían entregar todos los ingresos en divisas o comprarlas al Gobierno Central a la tasa de cambio oficial. El tipo de cambio solo era un precio para la asignación presupuestal subordinado a los planes de comercio.                                                                                                                                                                                               |
| Brasil    | 1929            | El país aplicó estrictas restricciones cambiarias:<br>» centralización de todas las operaciones cambiarias en el banco central,<br>» restricciones sobre las cuentas en moneda extranjeras,<br>» obligación de entregar las recaudaciones derivadas de las exportaciones,<br>» uso obligatorio de la moneda nacional como medio legal de pago,<br>» se fijaron prioridades en la asignación de divisas,<br>» se prohibió la apertura de cuentas en monedas extranjeras en bancos nacionales,<br>» las cuentas en moneda extranjera existentes se convirtieron en moneda doméstica. |
|           | 1983            | Se planteó que todas las operaciones en monedas extranjeras debían transitar por el banco central, quien indicaría el momento en que podrían realizarse los pagos externos.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Venezuela | 1940            | Consistió inicialmente en la centralización de todos los ingresos de exportación del país y el control de las importaciones y de otros gastos externos.<br>Fue establecido un mecanismo de asignación conforme a un riguroso orden de prioridades.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|           | 1994            | El régimen implementado establecía que todas las transacciones, tanto corrientes como financieras, debían cubrirse con una tasa de cambio única y la asignación de las divisas estaba a cargo de una junta.<br>En este esquema quedaban fuera de la asignación de divisas las transacciones de capital vinculadas a la adquisición de activos financieros por parte del sector privado.                                                                                                                                                                                            |

*Fuente: Elaboración propia a partir de varios autores<sup>22</sup>*

### *Mercado dual de cambios*

El control de cambio parcial o mercado dual, consistente en aplicar un régimen dual cambiario, establece un mercado controlado y un mercado de libre concurrencia. En el

<sup>21</sup> Moneda oficial utilizada en Alemania entre 1924 y 1948, introducida en 1924 para sustituir al *Papiermark* debido a la hiperinflación existente, que había alcanzado su cota máxima el año anterior, un cambio de 1.000.000.000.000 a 1. Luego de la Segunda Guerra Mundial fue reemplazada por el marco alemán (Deutsche Mark) en la República Federal de Alemania y por el marco de la RDA (Mark der DDR) en la República Democrática Alemana.

<sup>22</sup> Entre ellos *Lagunilla (1952)*, *FIEL (1989)*, *Huang & Yuk-Pang (1996)*, *Guerra & Pineda (2000)* *Texeira (2003)*, *Díaz (2003)*, *Hernández (2003)* y *Nenovsky & Dimitrova (2007)*.

primero se realizan generalmente las transacciones de prioridad nacional y con un tipo de cambio de preferencia, mientras que en el segundo se realizan el resto de las transacciones con un tipo de cambio formado según oferta y demanda. Suele surgir luego de la aplicación de un control integral como una política de flexibilización. Entre las experiencias más referenciadas se encuentran Venezuela y Argentina por los impactos que tuvieron dichas políticas en sus resultados económicos.

En primer lugar, la experiencia de Venezuela entre 1960 y 1964 el cual establecía dos mercados: uno controlado con un tipo de cambio de venta fijo y uno libre con un tipo de cambio determinado por las condiciones de oferta y demanda. Los ingresos de divisas originados en la exportación de petróleo, hierro, café, cacao y el sector público estaban sometidos al control directo del banco central, mientras que los correspondientes a otras exportaciones e influjos de capital podían concretarse en el mercado libre.

Todo ello permitió una contención inicial del desequilibrio externo pero desfasó el necesario ajuste macroeconómico con las consecuentes distorsiones, las que se hicieron visibles con el desmontaje del control (la inflación pasó de 0,6% a 2%, mientras que la devaluación acumulada alcanzó el 34%) (Hernández C. , 2003).

Otra ocasión en que se recurre a este régimen es a finales de junio de 1995, como resultado del régimen integral precedente establecido en 1994, durante el cual el mercado paralelo tomó tal importancia que llevó a las autoridades a permitir su funcionamiento basado en la negociación de Bonos Brady<sup>23</sup>. El deterioro mostrado por la cuenta corriente y el decrecimiento de la economía reflejaba la sobrevaluación de la tasa de cambio oficial y el considerable diferencial cambiario, lo cual hacía suponer que la tasa de cambio paralela expresaba un valor más real (Guerra & Pineda, 2000).

En 1996, gracias a la favorable evolución del mercado petrolero y en el marco de un conjunto de medidas de política económica adoptadas con el apoyo del FMI, fueron suspendidos los controles y restablecida la libertad cambiaria. Con ello la inflación se expresó finalmente elevándose al 103,2% y el tipo de cambio se devaluó como promedio en un 177% en comparación con la paridad vigente antes de la medida.

---

<sup>23</sup> Obligación emitida por los gobiernos soberanos de mercados emergentes para reestructurar la deuda bancaria no atendida. Son bonos parcialmente garantizados que sugirieron en el marco de la crisis de la deuda de los 80.

Por su parte, en Argentina, se estableció un mercado dual entre 1934-1937, estableciéndose un mercado oficial para la mayoría de las transacciones corrientes por las exportaciones tradicionales, y uno libre para las operaciones restantes (se legaliza el mercado paralelo desarrollado durante el control precedente). Además, se establece el previo permiso de importación y se eleva el tipo de cambio oficial (FIEL, 1989). De esta manera, se cubrió el servicio financiero de la deuda pública así como se comenzó a computar como un ingreso fiscal el resultado de la brecha cambiaria<sup>24</sup> (FIEL, 1989). Por lo que el mantenimiento de los controles tenía una fuerte razón fiscal.

Adicionalmente, los términos de intercambio mostraron una notable mejoría en este período, la actividad económica creció a un ritmo promedio superior al 5% anual y el déficit fiscal se estabilizó en torno al 2% del PIB, financiándose con deuda interna esencialmente y el índice de precios había crecido un 18% (FIEL, 1989). Luego, se realizaron transformaciones en el régimen para conferirle mayor flexibilidad.

Posteriormente, entre 1971 y 1976 se recurre nuevamente a aplicar controles de cambio duales. En este sentido, se crea un mercado comercial (con un tipo fijo y único) para las exportaciones tradicionales, las importaciones permitidas, el 90% de las exportaciones no tradicionales y los fletes y seguros, así como un mercado financiero (con un tipo flotante al inicio, que luego se vuelve fijo) para las transferencias de capitales e intereses, las operaciones de cambio a término y el 10% de las exportaciones no tradicionales.

Luego, se reorganiza el mercado de divisas y a inicios de 1976 se instaura un sistema simplificado donde se establece un mercado oficial para las transacciones comerciales y uno libre para el resto (FIEL, 1989).

Este período se caracterizó por elevados términos de intercambio, un incremento del gasto público y salidas de capitales. Las devaluaciones que el esquema encubría acompañaron el incremento del desequilibrio fiscal que era financiado con emisión monetaria. Adicionalmente, se incrementó el déficit comercial y se observó una significativa brecha del 132% entre los tipos de cambio oficial y libre.

---

<sup>24</sup> Refiere a la diferencia entre el tipo de cambio oficial comprador y el tipo oficial vendedor, que arrojaba dos pesos de diferencia.

Otra ocasión en que se recurrió a la aplicación de un mercado dual fue en 1981, lo que permitió retrasar los ajustes necesarios en el tipo de cambio oficial, aunque no posponerlo. No obstante, el nivel fijado era insostenible fuera del esquema de los controles por lo que se desarrolló un mercado paralelo activo (Kamin, 1991).

Un resumen de un grupo de experiencias que precedentemente implantaron estos controles puede observarse en la tabla 2.

**Tabla 2. Experiencia internacional en la implementación de controles duales.**

| Caso      | Contexto    | Descripción                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-----------|-------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Argentina | 1934-1937   | Se establece un mercado doble: uno oficial para la mayoría de las transacciones corrientes y uno libre para las operaciones restantes (se legaliza el mercado paralelo que se venía desarrollando durante el control integral precedente).                                                                                                                                                                                                                                                 |
|           | 1971 - 1976 | Se crea un mercado comercial y un mercado financiero.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|           | 1981        | Aplicación de un mercado dual de cambios.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Perú      | 1947        | Se instauró un mercado libre de forma paralela al oficial en el que funcionaba un tipo de cambio fijo. En este mercado el tipo de cambio sufrió una brusca devaluación del 92,9% respecto al dólar.                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Brasil    | 1953        | Se establece que el banco central mantuviese el monopolio en la compra de divisas extranjeras provenientes de las exportaciones, las que utilizaba para el comercio internacional y los pagos del Gobierno, y que a su vez permitiese la realización de otras operaciones cambiarias no relacionadas a las exportaciones y con una tasa de cambio que respondiera al funcionamiento libre del mercado.                                                                                     |
| Venezuela | 1960 - 1964 | Establecía dos mercados: uno controlado con un tipo de cambio de venta fijo y uno libre, con un tipo de cambio determinado por las condiciones de oferta y demanda.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|           | 1995        | Surge como resultado del régimen integral que se había establecido en 1994 durante el cual el mercado paralelo tomó tal importancia que llevó a las autoridades a permitir su funcionamiento.                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| China     | 1985-1993   | Presentó dualidad cambiaria (un tipo de cambio oficial administrado y otro más flexible denominado tasa del mercado swap) <sup>25</sup> . El objetivo fundamental era estimular la introducción de las divisas y ejercer un control a la salida de las mismas. El tipo de cambio oficial se encontraba sobrevaluado y constituía la base del sistema dual.                                                                                                                                 |
| México    | 1982        | Se instituyó un régimen cambiario dual durante la crisis de la deuda. Para entonces, la economía había experimentado una acumulación de déficits corrientes y de deuda externa y un incremento de su dependencia de las exportaciones de petróleo.                                                                                                                                                                                                                                         |
| Uruguay   | 1934        | Luego de aplicar un racionamiento universal del cambio extranjero, se autoriza el “tipo de cambio libre”, que más tarde se denominaría “libre financiero”. Por lo que el país pasó a tener dos mercados de cambio lícitos: uno para las transacciones de comercio exterior, enteramente controlado, y otro para las transacciones en cuenta corriente sobre invisibles y para transacciones en cuenta de capital, en el cual el precio de las divisas se fijaba libremente por el mercado. |

*Fuente: Elaboración propia a partir de varios autores<sup>26</sup>.*

<sup>25</sup> En realidad existía un tercer tipo de cambio que era el del mercado negro donde había mucha especulación sobre el tipo de cambio de la moneda china

<sup>26</sup> Entre ellos FIEL (1989), Kamin (1991), Collins (1991), Huang & Yuk-Pang (1996), Guevara (1999), Guerra & Pineda (2000), Díaz (2003), Hernández (2003) y Texeira (2003).

### *Mercados múltiples*

El sistema de tipos de cambios múltiples representa un esquema donde se establecen diferentes paridades cambiarias para distintos segmentos del mercado. Por tanto, se imponen diferentes precios para la moneda extranjera en dependencia de cada tipo de transacción. Esta modalidad suele ser la más criticada por las distorsiones que suele introducir y los incentivos que genera al arbitraje entre monedas y a la corrupción.

Entre los casos más estudiados se encuentran la economía de Venezuela, la cual estableció entre 1983 y 1989 un régimen de cambios diferenciales, con controles administrativos a los flujos de importaciones y de capital. Este esquema tenía como propósito contener la salida de capitales y el gasto en importaciones. El régimen contempló dos mercados con paridad fija y un mercado libre con tipo de cambio variable, en el cual intervenía el BCV con objetivos de tipo de cambio.

De esta manera se definieron dos tipos de cambio preferenciales que cubrían las importaciones calificadas como esenciales y el servicio de la deuda externa. Mientras, la tasa del mercado libre era aplicable para el resto de las transacciones de la economía (Guerra & Pineda, 2000). La instrumentación operativa de este control de cambio fue engorrosa y lenta en extremo, con pronunciados desfases en el flujo de importaciones y en el servicio de la deuda pública y privada. Respecto a este último componente predominó la incertidumbre en relación a su tratamiento definitivo.

Además, se incrementó el nivel de los precios domésticos de los productos no esenciales así como se redujo el valor real de los ingresos de los hogares, factores que contribuyeron a la reducción de las importaciones. Ello provocó una rápida contracción de la demanda. Sin embargo, ayudó a aislar a los hogares de bajos ingresos de los elevados precios de los alimentos básicos, así como el precio doméstico de la gasolina se mantenía subsidiado (Collins, 1991).

Por otro lado, en la experiencia de Brasil si bien no se instituyó oficialmente la política de tipos de cambios múltiples, su implementación se observó a partir de modificaciones realizadas en el régimen dual precedente de 1953. En particular, resalta el caso de aquellos productos sobre los que se decidió que los ingresos en monedas extranjeras

podían venderse en el libre mercado, total o parcialmente. Esto generó que se aplicaran diferentes tasas de cambio de acuerdo al porcentaje de ingresos que podrían ser vendidos. Adicionalmente, si se considera la aplicación de cuotas de contribución, impuestos y el sistema de subastas de cambios<sup>27</sup>, podría afirmarse que este régimen tenía una aplicación implícita. Como consecuencia, las primas pagadas por los importadores dada la multiplicidad de tipos de cambios, constituían una importante fuente de ingreso para el Gobierno (Texeira, 2003).

En la tabla 3 se plantea un resumen de experiencias precedentes que aplicaron controles múltiples.

| <b>Tabla 3. Experiencia internacional en la implementación de controles de cambio múltiples.</b> |                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Caso</b>                                                                                      | <b>Contexto</b> | <b>Descripción</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Perú</b>                                                                                      | 1987            | Se establecieron varios mercados cambiarios: el Mercado Único de Cambios, el mercado libre del sistema bancario, el mercado para los exportadores, además de la existencia del mercado informal.<br>En este sistema las cotizaciones cambiarias se diferenciaban por tipo de producto de exportación y de importación y se mantuvieron tasas de cambios de compra por encima de los de venta, cuyo diferencial era cubierto por el banco central con emisión primaria.<br>Todo ello resultó en una multiplicidad cambiaria muy compleja que generó un déficit cuasifiscal importante en esos años, constituyéndose en un factor inflacionario. |
| <b>Bielorrusia</b>                                                                               | 1995            | En el año 1995 se observaban disímiles tipos de cambio extraoficiales en la población y las empresas, e incluso el Estado estableció tipos de cambio preferenciales.<br>Todo ello generó un contexto de corrupción y de acciones de arbitraje entre las tasas de cambios.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Venezuela</b>                                                                                 | 1983 - 1989     | Se estableció un régimen de cambios diferenciales, con controles administrativos a los flujos de importaciones y de capital, que reflejaba el propósito de contener la salida de capitales y el gasto en importaciones.<br>El régimen contempló dos mercados con paridad fija y un mercado libre con tipo de cambio variable, en el cual intervenía el BCV con objetivos de tipo de cambio                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>Uruguay</b>                                                                                   | 1934            | Ante la existencia de un doble mercado de cambios (oficial y libre), y el <i>spread</i> generado entre los tipos comprador y vendedor en el mercado oficial que reportaba al banco central una utilidad del 25% sobre el valor de compras (una fuente de recursos fiscales), se introduce un nuevo tipo de cambio, denominado “compensado”, que era aproximadamente igual a la media aritmética del oficial y el libre.                                                                                                                                                                                                                        |

*Fuente: Elaboración propia a partir de varios autores<sup>28</sup>.*

### *Algunas experiencias más recientes*

Durante el enfrentamiento de la crisis asiática, Malasia aplicó controles como primera respuesta para enfrentar dicho evento. Ello le permitió aplicar políticas más agresivas

<sup>27</sup> El sistema de subastas de cambios consistía en vender un papel denominado “promesa de venta de moneda extranjera” que otorgaba a los importadores el derecho a comprar determinada cantidad de divisas. Para ello, se realizó una clasificación de los importadores en cinco categorías en función de la esencialidad de los productos.

<sup>28</sup> Entre ellos *Guevara (1999), Collins (1991) y Guerra & Pineda (2000)*.

para la recuperación económica, tales como la baja de tasas de interés, la inyección de liquidez al sistema bancario y el incremento del proceso de intermediación (Abbas, 2004). Todo esto hizo resurgir el debate acerca del uso de este tipo de instrumentos (controles de cambio y de capitales) (Ver Anexo 3).

En la actualidad persiste la implementación de los instrumentos de control por parte de los gobiernos como una forma de protección ante eventualidades de origen externo. Por ejemplo, en Bielorrusia se aplican controles que se reflejan en la Ley de Regulación de Divisas. En este marco, el banco central tiene entre sus funciones responder por la tasa de cambio, regular el uso de los valores del país en moneda extranjera, controlar las ventas de divisas y construir el sistema estadístico asociado al mercado cambiario. Este esquema se aplica al sector empresarial y además establece que toda operación que supere los tres mil euros será controlada por el Estado.

Por su parte, en Uruguay el banco central dispuso en agosto de 2012 un Régimen de Fondos Inmovilizados sobre la tenencia marginal de instrumentos por parte de no residentes. En realidad, representaba una especie de encaje sobre el valor nominal marginal de títulos en custodia de cada banco que se constituía en un depósito hasta el vencimiento del título. En un inicio se estableció un 40% que luego se incrementó al 50%, hasta que se derogó en abril de 2015.

En Venezuela, la experiencia más reciente inició en 2003, cuando se estableció la canalización obligatoria de los flujos de ingresos de divisas hacia el banco central. Luego, este sistema comenzó a sufrir distintas transformaciones hasta la actualidad.

## **2.2 Los controles de cambios en la actualidad. El caso de Argentina, Venezuela y China**

Entre los casos de mayor connotación en el presente en cuanto a la aplicación de controles cambiarios se encuentran las economías de Venezuela, Argentina y China, las que han sido muy referenciadas por la implementación de estos instrumentos, así como por la crítica a las disímiles distorsiones que en el orden monetario y del sistema de incentivos han generado estas políticas.

Las dos primeros casos constituyen referencias muy importantes para el caso cubano, en primer lugar por ser dos economías de la región y en segundo lugar porque su extensa experiencia en la implementación de controles a lo largo de su historia, lo que se abordó en el epígrafe anterior, les ha conferido cierto entrenamiento en cuanto a la administración de estas herramientas y el desarrollo del aparato administrativo correspondiente.

Por otro lado, la economía china constituye una referencia obligatoria porque ha logrado una inserción internacional exitosa, a pesar del bajo desarrollo de su sistema financiero, la aplicación de controles cambiarios, la implementación de un sistema de planificación de la economía y por constituir una experiencia de construcción socialista. A continuación se detalla la evolución más reciente del sistema cambiario de cada una de estas economías.

### **2.2.1 Los controles de cambio en Venezuela**

Ciertamente, la economía venezolana ha hecho uso recurrentemente de controles a lo largo de su historia económica. Su experiencia más reciente se inició en el año 2003 cuando se estableció la canalización obligatoria de los flujos de ingresos de divisas hacia el banco central. Esta política establecía un control rígido a las transacciones cambiarias corrientes y de capital y un tipo de cambio inicialmente cuasi fijo (con ajustes anuales) y totalmente fijo a partir de 2005 (Guerra & Olivo, 2009).

La aplicación de esta medida respondió a la crisis de ingresos públicos, a la reducción de las reservas internacionales y al deterioro del valor de la moneda doméstica en un contexto de gran convulsión política relacionado con la industria petrolera venezolana, que conllevó a una fuerte salida de capitales y la consecuente depreciación cambiaria.

En este sentido, se creó la Comisión de Administración de Divisas (CADIVI), encargada de administrar, bajo criterios técnicos, el mercado cambiario nacional para el logro de la estabilidad económica y realizar el otorgamiento de divisas sujeto a un orden de prioridades. Bajo este marco se decretó que las personas naturales y jurídicas que obtuviesen divisas estarían obligadas a venderlas al banco central al tipo de cambio oficial.

Desde 2004 los precios del petróleo comenzaron a crecer rápidamente y la economía venezolana inició una etapa de alto crecimiento del producto. La tasa promedio de crecimiento real se ubicó en 11,8% entre 2004-2007. El sector externo mostró mejoras significativas, sin embargo, ello fue contrarrestado con la tendencia de apreciación del tipo de cambio real que impulsó las importaciones. En conjunto, se aplicaron políticas monetaria y fiscal marcadamente expansivas. Todo ello mostraba a esta economía en una situación muy favorable (Guerra & Olivo, 2009).

Sin embargo, comenzaron a mostrarse algunos efectos no positivos. Entre ellos, una tasa de inflación considerablemente alta, que en promedio se ubicó en el 18,3% en el período, se observaron retrasos en la entrega de las divisas, emergió un mercado cambiario paralelo con un tipo de cambio notablemente separado del oficial (200%). Adicionalmente, la emergencia de la crisis financiera con su efecto negativo en los precios del petróleo y por ende en los ingresos petroleros, representó un elemento central en la sostenibilidad del esquema (Guerra & Olivo, 2009).

Por lo que el sistema comenzó a sufrir distintas transformaciones que se han extendido hasta la actualidad, en respuesta a las distorsiones surgidas en el funcionamiento de la economía unido a los persistentes elementos políticos (Ver esquema 3).

De ahí que, en 2013 se aplicó un mercado dual de cambios, con la creación de un Sistema Complementario de Administración de Divisas (SICAD) que flexibilizaba en cierta medida el control integral instaurado anteriormente. A través de este nuevo sistema se ofrecían las divisas mediante subastas a los sectores no prioritarios de la economía a una tasa variable cuyo piso era el tipo de cambio oficial ya devaluado.

Sin embargo, el tipo de cambio del mercado no oficial continuaba en una espiral ascendente, cada vez más acentuada, por lo que en el 2014 se introdujo el SICAD II como tercer mercado cambiario del país. Este mercado operaría el efectivo en divisas y los títulos en monedas extranjeras a una tasa flexible. Estos tres tipos de cambios con carácter oficial (Oficial, SICAD I y SICAD II) calificaban como tasas *spot*.

En el mismo año también se creó una nueva agencia, Centro Nacional de Comercio Exterior (CENCOEX), la que asumiría el anterior rol de CADIVI. Dicha institución se

encargaría de desarrollar e instrumentar las políticas nacionales de administración de divisas, de exportaciones e importaciones, de inversiones extranjeras y de inversiones en el exterior. En este sentido comenzó a emitir las correspondientes Autorizaciones para la Liquidación de Divisas (ALD) y las Autorizaciones de Adquisición de Divisas (AAD).

Luego en 2015, se realizaron nuevas modificaciones, estableciéndose tres esquemas cambiarios: una tasa oficial subsidiada conocida como CENCOEX destinada a las importaciones priorizadas y que cubría el 70% de las necesidades económicas del país, un mecanismo de subastas a partir de la unificación de SICAD I y II<sup>29</sup>, y una tercera modalidad basada en bolsas públicas y privadas con una tasa de cambio totalmente flexible que funcionaba bajo el Sistema Marginal de Divisas (SIMADI).

Nuevamente en 2016 el sistema cambiario sufre modificaciones con la creación y establecimiento de dos mecanismos cambiarios (mercado dual de cambios): operaciones con tipo de cambio protegido (DIPRO) dirigida para bienes y servicios prioritarios y operaciones con tipo de cambio complementario flotante de mercado (DICOM). Ambos mecanismos establecen importantes devaluaciones de la moneda venezolana.

En el mecanismo DIPRO se estableció un tipo de cambio inicial de 10 bolívars por dólar que se podría ir modificando progresivamente y que constituiría la referencia para el cálculo de la deuda pública externa. Por otro lado, la cotización de divisas bajo el mecanismo DICOM se iniciaría con la cotización de SIMADI (1USD = 206 Bs.)<sup>30</sup>. En el caso de la industria petrolera, principal oferente de divisas del país, podría operar con ambos tipos de cambios de manera coordinada con las autoridades económicas<sup>31</sup> (BCV, 2016).

En este sistema si bien se establece que las personas naturales y jurídicas privadas, dedicadas a la exportación, deberían vender las divisas al BCV al tipo de cambio

---

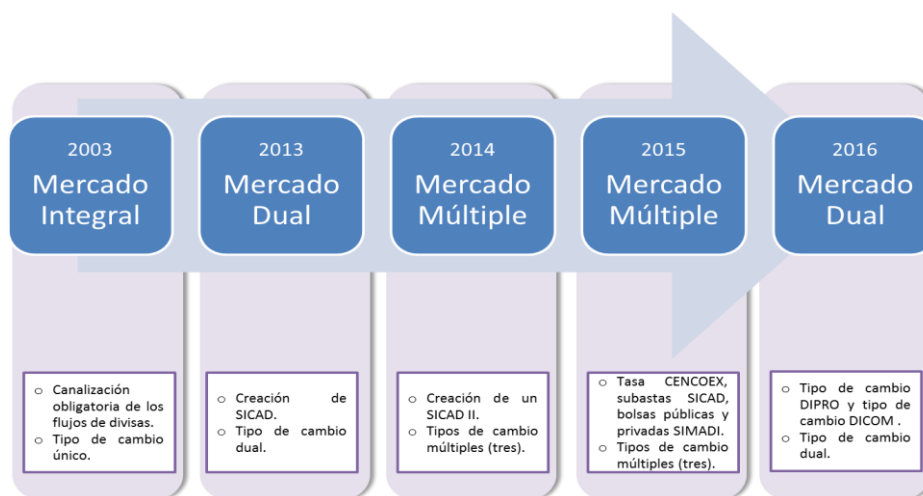
<sup>29</sup> Este sistema se dirigía al sector de la salud, las misiones, alimentación.

<sup>30</sup> Desde la aplicación de este sistema esta tasa se ha incrementado notablemente, alcanzando 643 Bs el 8/8/16.

<sup>31</sup> Esto estaría en función de las políticas establecidas y la disponibilidad de divisas para atender las necesidades de la economía regidas por el tipo de cambio oficial DIPRO (BCV, 2016). Es decir, esta industria podría participar en el mecanismo DICOM que ofrece tasas más rentables, una vez supla las necesidades del mercado priorizado.

DICOM con una reducción del 0,25%, se les autoriza retener un porcentaje determinado que pueden colocar en los mercados alternativos de divisas. A juicio de algunos autores, con la devaluación de ambos tipos de cambio (DIPRO y DICOM) las finanzas públicas lograron un alivio temporal, al disminuir el nivel del déficit fiscal.

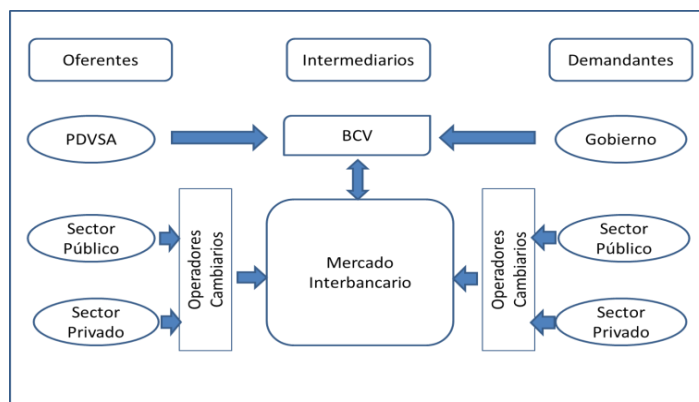
**Esquema 3. Transformaciones de los esquemas cambiarios en Venezuela a partir de 2003.**



*Fuente: Elaboración propia.*

En cuanto a la plataforma de funcionamiento de las distintas restricciones cambiarias implementadas en Venezuela, podría señalarse que en general, todas han transitado a través del mercado cambiario, el cual cuenta con una estructura muy similar a lo planteado en la teoría económica convencional (Ver esquema 4). En todo caso solo difiere en cuanto a las condiciones de acceso a las divisas de los agentes participantes.

**Esquema 4. Estructura del mercado cambiario de Venezuela**



*Fuente: Elaboración propia.*

Sobre los efectos y consecuencias de la implementación de estos arreglos cambiarios y sus respectivas modificaciones, se han dado muchísimos cuestionamientos, algunos con fundamento económico y otros con un alto contenido político.

Uno de los efectos negativos más referenciados es el elevado nivel de inflación, cuya causa no recae únicamente en las distorsiones en el orden de la política económica, sino también en el conflicto de intereses económicos existentes en este país. Según el *Financial Reporting in Hyperinflationary Economies*<sup>32</sup>, desde 2009 la economía venezolana ha sido considerada como hiperinflacionaria. De acuerdo con datos del BCV la inflación en 2014 alcanzó un valor del 68,5%, mientras que el FMI publicó en su informe de coyuntura “Perspectivas Económicas Globales” proyecciones para 2016 de un nivel de inflación cercano al 500%.

No obstante, es importante señalar, que tal como se ha reconocido en disímiles instancias, las causas del fenómeno hiperinflacionario en esta economía van más allá de los elementos relacionados con su contexto monetario, pues en este caso ha tenido gran impacto la coyuntura de conflicto de intereses económicos.

Por otro lado, las tasas de cambio oficiales impuestas en todos los momentos de las transformaciones cambiarias se han encontrado sobrevaluadas, lo que incorpora distorsiones adicionales, dado que le atribuye un carácter no realista a las transacciones monetarias realizadas a estas tasas.

Esta política de apreciación cambiaria sin libre convertibilidad, en un contexto de caída de reservas internacionales, ha magnificado la vulnerabilidad de la economía venezolana a los choques del sector externo, propiciándose un mercado informal de divisas que ha producido distorsiones en los precios relativos. Adicionalmente, esta política mantenida de manera prolongada ha desvinculado la cadena de suministros, inhabilitado los mercados como mecanismo de compra y venta y ha alimentado el proceso inflacionario (Ramírez, 2013).

---

<sup>32</sup> Reporte emitido por IFRS Foundation, forma parte del *International Accounting Standard 29* aplicable a la presentación de los estados financieros.

Finalmente, en este caso resulta necesario señalar que si bien las medidas de flexibilización del mercado cambiario han resultado positivas en un intento de capturar las señales del mercado paralelo y atenuar las distorsiones cambiarias a lo interno de la economía, el escenario de crisis política ha retroalimentado la crisis económica de manera persistente.

De ahí que, pueda afirmarse en primer lugar que la efectividad de las políticas de ajuste y de estabilidad, entre las que se encuentran los controles, requiere de un fuerte respaldo institucional. En segundo lugar, señalar que la experiencia de la economía venezolana ha mostrado que más allá de modificar constantemente el tipo de controles, lo importante es implementar un diseño que permita lograr los objetivos de política, que brinde flexibilidad y espacio al mercado, sin desechar la regulación, y ajustado a las características de la economía.

### 2.2.2 Los controles de cambio en Argentina

La crisis argentina suscitada en 2001, caracterizada por un elevado nivel de retiro de depósitos del sistema financiero y una preocupante fuga de capitales del país, constituyó el principal fundamento para el establecimiento de nuevos cambios de políticas en todos los ámbitos de esta economía.

En el 2002 se establecieron nuevas modificaciones en el régimen cambiario que imponían restricciones cambiarias a los agentes económicos, un tipo de política no aplicada desde la época de la caja de convertibilidad. En este sentido el 10 de enero de 2002 se creó un sistema dual basado en un Mercado Oficial de Cambios (MOC) y un Mercado Libre de Cambios (MLC) con la intención preanunciada de converger posteriormente hacia una paridad única y flotante. (Ver Tabla 4)

**Tabla 4. Sistema dual de cambios argentino durante enero - febrero de 2002**

|                                | <b>Mercado Oficial de Cambios</b>                                        | <b>Mercado Libre de Cambios</b>                                                        |
|--------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Cantidad de Operaciones</b> | Mayor parte                                                              | Menor parte                                                                            |
| <b>Conceptos a operar</b>      | Existía una lista de conceptos taxativos para compras y ventas de cambio | Solo cuando la normativa establecía que la operación podía concretarse en este mercado |
| <b>Tipo de cambio</b>          | Devaluación inicial establecida por la autoridad monetaria: $e = 1.4$    | Según la oferta y la demanda                                                           |

*Fuente: Elaboración propia a partir de Liendo & Marti (2006)*

Muchas de las operaciones cambiarias requerían la previa conformidad del Banco Central de la República Argentina (BCRA). De no contarse con esta aprobación, las entidades autorizadas a operar no podían liquidar las operaciones. Estas entidades se encontraban supervisadas por el BCRA y su discrecionalidad estaba limitada.

La dualidad de mercados estuvo vigente solo hasta el 11 de febrero de 2002, cuando se creó el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC)<sup>33</sup> por el que se debían cursar todas las operaciones de cambio en divisas extranjeras, las que a su vez debían sujetarse a los requisitos y reglamentación del BCRA. Si bien el tipo de cambio en el mercado era libre, y determinado por la ley de oferta y demanda, el BCRA tenía la facultad a intervenir en dicho mercado mediante la compra y venta de moneda extranjera.

A partir de 2003, dado el contexto favorable para la región por el incremento de los precios internacionales de los *commodities*, la economía registró un notable crecimiento (6,5% como promedio). La rapidez de la expansión económica unido a la aplicación de una variedad de medidas de política, facilitaron una disminución significativa de la pobreza y la desigualdad del ingreso. Sin embargo, adicionalmente se observó la acumulación y profundización de un conjunto de vulnerabilidades (FMI, 2016).

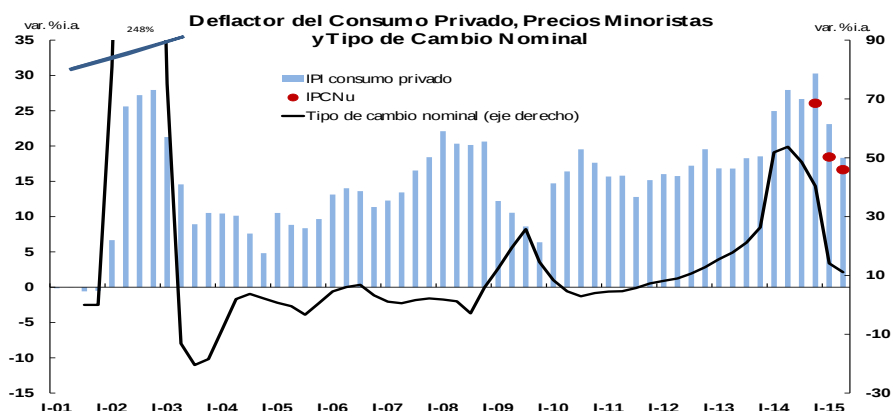
Específicamente a partir de 2011 se comenzó a observar un marcado deterioro de los indicadores macroeconómicos del país (disminución del superávit comercial, salidas de capital, caída de las reservas internacionales), lo que se reflejó en un deterioro del nivel de crecimiento económico, un preocupante desequilibrio entre el mercado externo e interno y un sostenido incremento de los precios internos (Ver gráfico 1).

---

<sup>33</sup> El Decreto 260/2002 fue promulgado el 8 de febrero del año 2002 y dispone en sus dos primeros artículos lo siguiente:

Art 1º. Establécese un mercado único y libre de cambios por el cual se cursarán todas las operaciones de cambio en divisas extranjeras a partir de la fecha de entrada en vigencia del presente decreto.

Art. 2º. Las operaciones de cambio en divisas extranjeras serán realizadas al tipo de cambio que sea libremente pactado y deberán sujetarse a los requisitos y a la reglamentación que establezca el BCRA.

**Grafico 1. Evolución de indicadores macroeconómicos en Argentina**

*Fuente: Tomado de Martijena (2015).*

Por ello, en aras de atenuar el deterioro de estas variables, desde ese mismo año se comenzaron a aplicar restricciones (incluido la aplicación de impuestos<sup>34</sup>) a las compras de divisas por parte de los residentes y se prohibió la compra de dólares para crear ahorro. Posteriormente en 2012, se adicionó la prohibición de realizar operaciones hipotecarias en dólares. Estas medidas fomentaron la consolidación del mercado paralelo, el que hasta 2015 se había expandido con una brecha entre el dólar oficial y el libre del orden del 50%, así como elevados niveles de inflación (Briones, 2015) (Ver recuadro 1).

A partir del cambio de la Carta Orgánica del BCRA en 2012 se establecieron criterios para el uso de las reservas internacionales priorizando el pago de la deuda y luego las importaciones y otros. El gobierno, a cambio de las reservas, debía pagar con letras en dólares a 10 años (Martijena, 2015).

Adicionalmente, como parte de las políticas prudenciales se establecieron límites a la capacidad de pedir préstamos de los exportadores con el objetivo de evitar que estos se endeudasen en pesos, en lo que esperaban la devaluación anunciada. Se aplicaron impuestos al derecho de exportación, lo que es equivalente a aplicar tipos de cambios diferenciados, y existía la prohibición de prestar en dólares a aquellos agentes que no generaban dicha moneda (Briones, 2015).

<sup>34</sup> Los argentinos debían pagar un adelanto impositivo para adquirir moneda extranjera.

### Recuadro 1. Restricciones cambiarias establecidas en Argentina entre 2011 y 2015

1. Toda operación de cambio debía realizarse con la intervención de una entidad autorizada por el banco central a operar en ese mercado.
2. Los importadores estaban obligados a proporcionar información comercial detallada (sobre propietarios, empleados, planes de inversión, etc.) para poder operar.
3. Los individuos requerían aprobación para comprar dólares de una agencia de impuestos local (AFIP)<sup>35</sup> quien recopilaba e incorporaba a una base de datos posteriormente toda la información cambiaria. Esta agencia recargaba un 35% a las compras con tarjetas de crédito y de débito en el extranjero). Para poder efectuar las transacciones relacionadas con las divisas los individuos debían cumplir un requisito de validación y registración fiscal previa en el Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias de la AFIP.
4. Las aprobaciones se basaban en los medios, conformidad de contribución y la capacidad de probar la fuente de los fondos.
5. Era obligatoria la conversión de los ingresos en moneda extranjera de los bienes y servicios exportados a la moneda doméstica a través del mercado cambiario.
6. Los exportadores tenían un rango entre 60-360 días consecutivos para convertir los ingresos en moneda extranjera de la exportación de bienes en dependencia del tipo de producto.
7. El BCRA facilitaba 120 días hábiles adicionales para la liquidación de los ingresos en moneda extranjera en el mercado de cambios. Ello se extendía a 180 días si el comprador no podía pagar la transacción y los ingresos de divisas se derivaban del seguro de crédito a la exportación.
8. Los ingresos por servicios exportados tenían 15 días hábiles para convertirlos en moneda doméstica.
9. No se requería la conversión en el mercado de cambios de los ingresos por exportación bajo el sistema de pagos para los países del MERCOSUR. Además, se exceptuaba la liquidación en el MULC de hasta un 70% de las exportaciones de hidrocarburos y el 100% de las exportaciones de bienes de emprendimientos mineros con estabilidad cambiaria.
10. Los residentes podían acceder al MULC para realizar, con un límite mensual, compras de cambio según un listado de conceptos. El límite total mensual en el conjunto de las entidades financieras era de 1 millón de dólares.
11. Los endeudamientos financieros tomados con no residentes, ingresados al MULC, estaban sujetos a tres requisitos principales: (i) registración; (ii) plazo de permanencia y (iii) constitución de un depósito especial (debía constituirse un depósito en moneda extranjera, no remunerado, indisponible, por el equivalente al 30% del monto total ingresado).
12. Los bancos comerciales debían proporcionar información detallada sobre las operaciones y solicitar aprobación al banco central para emitir cartas de crédito a los importadores. Aquellos que distribuían utilidades estaban sujetos a requisitos de capitalización adicionales, dado que el financiero es el único que enfrentaba barreras oficiales al giro de dividendos.
13. Se fijó un tope a la posición neta en divisas de los bancos, incluyendo tenencias de efectivo y bonos en dólares, y a la posición neta en futuros sobre divisas, respecto al capital.

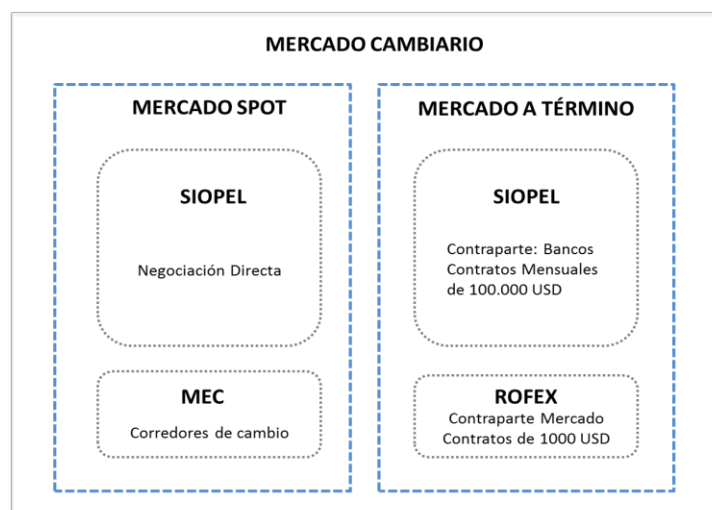
*\* Algunos de estos controles no estaban explícitamente plasmados en regulaciones publicadas; más bien se trataban de requisitos "informales" o de prácticas aplicadas por el BCRA.*

*Fuente: Elaboración propia a partir de HSBC (2011), Pesce (2011) y FMI (2016).*

Bajo estas circunstancias, funcionaba el mercado cambiario denominado MULC, el cual se constituía de un mercado *spot* y de uno a término (Ver esquema 5).

<sup>35</sup> La AFIP o Administración Federal de Ingresos Públicos constituye el ente recaudador nacional en Argentina.

### Esquema 5. Estructura del mercado cambiario de Argentina



*Fuente: Elaboración propia a partir de Briones (2015).*

En este último se realizan las compras y ventas de divisas a futuro, lo que ha cobrado tal relevancia que en los últimos años el volumen transado en el mismo ha superado al del mercado *spot* (Ver Anexo 4). Las operaciones en este espacio del mercado de cambios argentino complementan la plaza *spot* y disminuyen en cierta medida la incertidumbre respecto a la evolución futura del tipo de cambio, contribuyen a establecer una estructura temporal de tasas de interés y lo más importante es que no producen modificaciones en el nivel de reservas dado que se liquidan en pesos (Briones, 2015).

Según un Informe País de Argentina elaborado por el FMI, la aplicación de controles cambiarios más estrictos contribuyó a estabilizar el nivel de reservas internacionales brutas, pero a un costo considerable para la actividad económica. Se incrementó el gasto público para apuntalar la demanda interna y el banco central pasó a ser la principal fuente de financiamiento del déficit fiscal. Las operaciones de esterilización redujeron el ritmo de crecimiento del dinero, desplazando el crédito privado (FMI, 2016).

Al mismo tiempo, el Índice de Capacidad de Pago de Argentina (ICPA)<sup>36</sup> experimentó un retroceso en agosto de 2013, al ubicarse un 4,2% por debajo del valor registrado en julio y un 19,7% inferior al valor de igual mes de 2012.

La situación empeoró a comienzos de 2014, cuando la presión cada vez más fuerte a la que se encontraba sometida la balanza de pagos culminó en una marcada devaluación del peso (23%). Para poner freno a la rápida caída de las reservas el banco central devaluó la moneda, endureció algunas regulaciones cambiarias y subió las tasas de política monetaria. Tras estas nuevas medidas, se observó un desmejoramiento de las condiciones externas, agudizándose los desequilibrios internos. Al mismo tiempo, el conflicto con los *holdouts*<sup>37</sup> continuó impidiéndole a Argentina tener acceso a los mercados internacionales de capital (FMI, 2016).

El país comenzó a sufrir una crisis agropecuaria, el que se reflejaba esencialmente en el sector de los productores de soja como principales exportadores (30% del total), el cual identificaba que las trabas y restricciones cambiarias impuestas (derechos de exportación a la venta de distintas mercaderías agropecuarias al exterior) a partir de 2002 limitaban su capacidad. Por lo que los agentes económicos comenzaron a plantear la necesidad de que se redujeran los derechos que gravaban las exportaciones, por representar un elemento distorsivo que desalentaba la producción.

En búsqueda de una solución relativamente rápida a la situación anteriormente descrita, el nuevo Gobierno argentino adoptó a partir de diciembre de 2015 diferentes medidas que daban al traste con el régimen de controles cambiarios y de derechos de exportaciones (Ver recuadro 2). El desmontaje de estas políticas resultó en una devaluación *de facto* respecto al dólar de alrededor del 35%.

Los primeros agentes beneficiados de estas medidas fueron los exportadores de productos agrícolas y *commodities*. En caso de que la devaluación no desencadenase

---

<sup>36</sup> El ICPA se elabora sobre la base de un promedio ponderado de cuatro indicadores: resultado fiscal primario medido en dólares oficiales, tipo de cambio real, reservas del Banco Central y saldo de la balanza comercial.

<sup>37</sup> Se denominan también fondos buitres y constituyen acreedores que se niegan a participar en el proceso de reestructuración de una deuda. Estos compran en el mercado, generalmente muy por debajo del valor original, la deuda de empresas o Estados que se encuentran al borde de la quiebra o *default* financiero para luego pretender reclamar o litigar el pago de la totalidad de la deuda.

una significativa presión inflacionaria, esta situación impulsaría su competitividad internacional (Guzman & Stiglitz, 2016).

#### **Recuadro 2. Nueva normativa cambiaria en Argentina a partir de diciembre de 2015**

1. Todas las personas naturales y jurídicas residentes en Argentina podrían acceder al mercado local de cambios sin requerir la conformidad previa del BCRA.
2. Se deroga el requisito de conformidad previa para las operaciones de importación, revocándose los derechos impositivos de exportación para la mayoría de los productos agrícolas e industriales.
3. Para los nuevos endeudamientos de carácter financiero se reduce el plazo mínimo de permanencia establecido para el ingreso de fondos del exterior a Argentina desde 365 días a 120.
4. Los pagos y deudas por importaciones podrían realizarse sin restricciones, estableciéndose montos límites que ascenderán gradualmente hasta que en junio de 2016 estos límites desaparezcan.
5. Los no residentes tendrían acceso al mercado local de cambios para repatriar su inversión sin requerir la conformidad previa del BCRA.

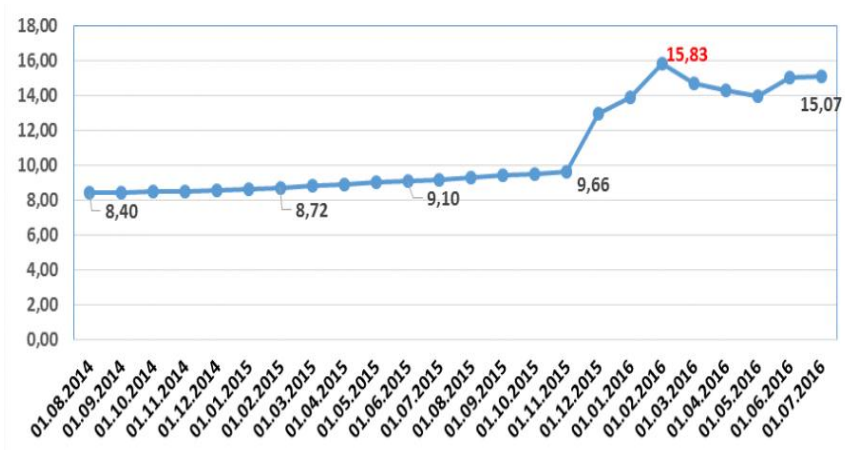
*Fuente: Elaboración propia a partir de BCRA (2015).*

Sin embargo, la ausencia de un programa oficial que estableciera un ordenamiento en el proceso de diseño de políticas económicas para los próximos años, luego de la eliminación de los controles, para mitigar sus efectos negativos, podría generar un impacto no favorable en los indicadores macroeconómicos.

Las principales incertidumbres aun rondan sobre los efectos de estas medidas en los precios del consumidor, teniendo en cuenta el posible efecto *pass-through*, en la respuesta de las exportaciones e importaciones ante la devaluación *de facto* observada, en la respuesta de los inversionistas extranjeros ante el nuevo escenario y sobre el acceso al financiamiento externo que dependerá en gran medida de la liquidación con los *holdouts*. (Guzman & Stiglitz, 2016)

Unos primeros resultados muestran una depreciación del peso argentino entorno al 56% del tipo de cambio (Ver gráfico 2). Ello ha tenido consecuencias sobre la inflación y, por lo tanto, sobre la depreciación real del salario.

Hasta julio de 2016 la tasa de inflación había acumulado un 27,1% y la tasa interanual se situó en el 45,3%, muy por encima de la inflación de los últimos años. Se ha observado además una caída del poder adquisitivo, medido a través del salario real, en un 8% y un efecto contraproducente en las reservas internacionales (Serrano & Navarro, 2016).

**Grafico 2. Evolución del tipo de cambio en Argentina (2014-2016)**

*Fuente: Tomado de Serrano & Navarro (2016).*

La devaluación resultante no ha atraído más oferta de dólares, todo lo contrario, los exportadores privados no liquidaron ventas a pesar del tipo de cambio más atractivo pues siguen esperando que suba más para continuar negociando la liquidación; y por otro lado, se incrementó la demanda de dólares pero para ahorrar en lugar de destinarse a la inversión productiva, a la vez que se incrementó el endeudamiento externo en un 11% (Serrano & Navarro, 2016).

Esta experiencia ha mostrado la importancia de discernir entre las regulaciones aplicadas al sector productivo y a la población, dado los diferentes impactos e implicaciones de política. A su vez, ha evidenciado la posibilidad de desarrollo del sistema financiero (mercados e instrumentos financieros), donde juega un papel esencial el banco central, en el marco de aplicación de controles. Finalmente, ha demostrado que el desmontaje de este tipo de políticas, precisa de un elevado grado de solidez financiera, estabilidad macroeconómica, así mismo contar con un programa de reforma para los años siguientes, en aras de minimizar sus efectos negativos.

### 2.2.3 Los controles de cambio en China

En el 2001 China integró la Organización Mundial del Comercio (OMC), lo que marcó el inicio de una nueva etapa de liberalización de su sector externo. De esta manera, inversionistas institucionales extranjeros pudieron introducirse en el mercado de

capitales doméstico chino así como compañías de seguros chinas han podido invertir su moneda extranjera en el mercado de capitales internacional (PBOC, 2008).

Desde entonces se ha acelerado la reforma del sistema de gestión del tipo de cambio con el objeto de fomentar gradualmente la convertibilidad del Renminbi (RMB)<sup>38</sup>. En este sentido se han tomado medidas para facilitar la tenencia y el uso de moneda extranjera por las empresas y los particulares. (Ver recuadro 3)

### Recuadro 3. Restricciones cambiarias establecidas en China

1. Los no residentes y las empresas de inversión extranjera deben obtener un Certificado de Registro de Moneda Extranjera para operar una cuenta en moneda extranjera en el mercado doméstico.
2. Existen tres tipos de cuentas en moneda extranjera para no residentes: cuentas de capital (para inversión y repatriaciones), cuentas corrientes (para comercio) y cuentas de deuda (para recibir y pagar préstamos).
3. Las transacciones relativas al comercio son permitidas fuera de fronteras y se darán a la tasa de cambio del mercado cambiario *onshore* (CNY). Estas se liquidarán a través de bancos designados y deben contar con la documentación requerida.
4. Los residentes podrán mantener moneda extranjera en cuentas en el mercado doméstico (*onshore*).
5. El capital extranjero debe ser depositado en cuentas especiales en los bancos designados. Cualquier repago o remesas desde estas cuentas son sujetos a aprobación del Departamento de Administración de Divisas del Estado (SAFE).
6. Todos los préstamos extranjeros con plazos mayores a un año, deben ser incorporados en el plan de préstamos comerciales estatal global y cada contrato debe ser aprobado por SAFE. Para los préstamos de corto plazo, SAFE asigna determinadas cuotas a las instituciones financieras designadas.
7. Solo las organizaciones estatales aprobadas por el banco central pueden emitir bonos en el exterior.
8. Las inversiones chinas en el exterior deben ser aprobadas por SAFE.

*Fuente: Elaboración propia a partir de HSBC (2011) y Shen (2001).*

En la actualidad, si bien China ha mantenido un solo tipo de cambio desde 1994, ha adoptado un sistema regulatorio dual que establece la libre convertibilidad de su moneda para transacciones de la cuenta corriente de la balanza de pagos, pero establece como requerimiento la obtención de una aprobación previa del Departamento de Administración de Divisas del Estado (SAFE)<sup>39</sup> para realizar transacciones de la cuenta de capital. La estrategia inicial concebía alentar las entradas y no las salidas de capital, y esencialmente estimular las inversiones de largo plazo desde las compañías y no los individuos.

<sup>38</sup> Moneda china.

<sup>39</sup> Conocido por sus siglas en inglés como SAFE (*State Administration of Foreign Exchange*) es la institución encargada de administrar e implementar las regulaciones cambiarias en China.

Por ello suele afirmarse que la moneda china es convertible en cuenta corriente, pero no en la cuenta capital de manera íntegra. Esto último implica que se permiten las operaciones cambiarias para transacciones corrientes, con el objetivo de facilitar los trámites de comercio exterior a las empresas, las operaciones del capital extranjero y las operaciones personales de individuos, siempre que se cumplan determinadas exigencias.

Sin embargo, existen estrictos controles para transacciones de cuenta capital, como las inversiones extranjeras, el endeudamiento externo y otras que afecten las reservas. Por ejemplo, todas las deudas contraídas con el exterior deben ser registradas por SAFE, dado que esta autoridad posteriormente debe aprobar la repatriación de principales e intereses.

No obstante, en los años recientes estos controles se han ido flexibilizando de manera que SAFE ha emitido una guía que simplifica las reglas de administración de las divisas concernientes a la inversión desde y hacia el exterior. En 2002 se estableció un sistema de inversionistas institucionales calificados<sup>40</sup>, y se han hecho esfuerzos para liberalizar de forma ordenada los mercados financieros y de capital internos.

Adicionalmente, se han considerado varias modalidades para facilitar las salidas de capital, y se ha alentado a las empresas a invertir en el extranjero (Xiaolian, 2007). Por ejemplo, a partir de 2004 se les autorizó a las compañías de seguro hacer uso de su propia moneda extranjera para invertir en el mercado de capital internacional. Más recientemente, en 2016, SAFE emitió una circular que permitía que las empresas domésticas (tanto de capital nacional y extranjero) pudieran escoger “a voluntad” el momento y el monto deseado para liquidar sus deudas en el exterior, así también para convertir sus activos extranjeros en moneda doméstica (Garrigues , 2016).

De manera conjunta, desde 2007 se establecieron cuotas a las compras y ventas de moneda extranjera a los individuos hasta el monto de 30 mil dólares, que luego en 2013 fue modificado a 50 mil dólares (Gibson, Dunn & Crutcher's , 2014).

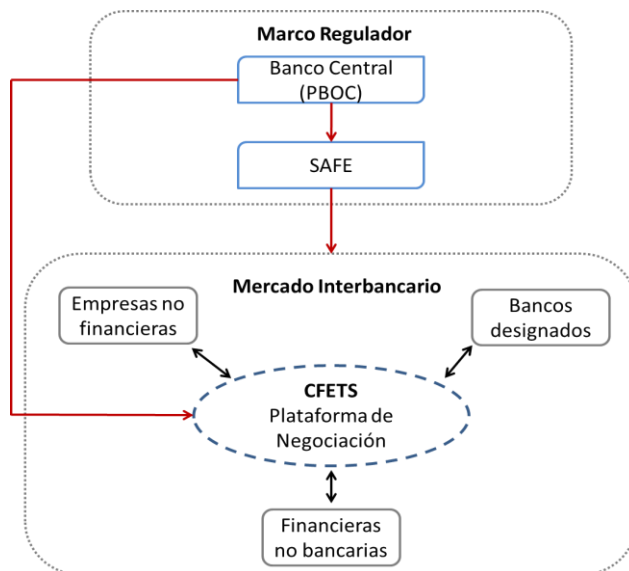
---

<sup>40</sup> Este grupo suele reconocerse como QFII, siglas correspondientes a su denominación en inglés: *Qualified Foreign Institutional Investors*.

En cuanto al mercado cambiario, apuntar que el mercado interbancario de divisas (CFETC)<sup>41</sup>, espacio donde se determina el tipo de cambio de la moneda doméstica respecto a las extranjeras, se estableció en 1994 y por largo tiempo solo permitió transacciones *spot*<sup>42</sup>, hasta que en 2005 se introdujeron operaciones interbancarias *forward* y *swap*. En la actualidad, continúan prevaleciendo las transacciones *spot*, esencialmente en el par de monedas USD/RMB (Jikang & Yuanyuan, 2006).

En este, el banco central (PBOC)<sup>43</sup> y SAFE actúan como entes reguladores, siendo SAFE, bajo autorización de PBOC, quien regula directamente el mercado (Ver esquema 6).

**Esquema 6. Estructura y organización del mercado interbancario de divisas de China.**



*Fuente: Elaboración propia a partir de Jikang & Yuanyuan (2006).*

Los bancos autorizados tienen establecidos determinados límites o cuotas de divisas. Por tanto, el monto total transado es limitado y la oferta suele exceder la demanda, por lo que ante la presión apreciativa del renminbi, la autoridad monetaria interviene para garantizar la estabilidad del tipo de cambio. De ahí que se afirme que el banco central juega un papel central en la determinación del curso del tipo de cambio.

<sup>41</sup> Conocido por sus siglas en inglés como CFETC (*China Foreign Exchange Trading Centre*).

<sup>42</sup> En el caso del mercado chino las transacciones *spot* tienen vencimientos hasta 2 días luego de acordados los términos de intercambio.

<sup>43</sup> People's Bank of China.

Este mercado ha mostrado signos de alta concentración, debido esencialmente a las medidas de control cambiario, la limitada convertibilidad del renminbi, las restricciones a la entrada en el mercado y otros arreglos institucionales. Incluso se plantea que el gobierno se ha marcado como estrategia que el desarrollo de este mercado sea más gradual que la reforma económica. Sin embargo, mientras este mercado no gane en profundidad y persistan sus problemas estructurales<sup>44</sup>, podrían comprometerse las futuras reformas del sistema cambiario (Jikang & Yuanyuan, 2006).

A pesar de la persistencia de problemas en el funcionamiento de este mercado y del resto de los mercados financieros, unido a la implementación de las denominadas políticas restrictivas (controles cambiarios), internacionalmente se ha reconocido un progreso en las reformas de los sistemas monetario, cambiario y financiero de China, y con ello su mayor integración a la economía internacional. Una evidencia de ello lo constituye la decisión del FMI de incluir la moneda china en la cesta de los Derechos Especiales de Giro (DEG)<sup>45</sup>.

El estudio de la implementación de controles en China permite extraer algunas lecciones que resultan muy particulares de esta experiencia. En primer lugar, la economía china ha logrado desarrollar un sistema de supervisión y control cambiario integral, el cual ha evolucionado en el tiempo para ir insertando gradualmente la economía china en la economía mundial (Zhao, 2006). Dicha gradualidad le ha permitido a su vez, la posibilidad en determinados momentos de aplicar correcciones y ajustes.

En segundo lugar, la implementación de controles ha constituido una barrera de protección efectiva para la economía ante eventos de crisis económica (crisis asiática y la crisis financiera). Esencialmente, la regulación del sistema bancario mediante un

---

<sup>44</sup> Entre los problemas estructurales de este mercado se han identificado el pequeño volumen de las transacciones, la alta concentración, la baja liquidez, los limitados instrumentos de transacción y un significativo nivel de riesgo de liquidación. Según algunos autores, este mercado presenta una estructura monopólica y cerrada.

<sup>45</sup> El 30 de septiembre de 2016 el FMI anunció la adopción de la nueva cesta de valoración del derecho especial de giro (DEG) en la que estaría incluido el renminbi chino. Según lo aprobado por el Directorio Ejecutivo del FMI el 30 de noviembre de 2015, con efecto a partir del 1 de octubre de 2016 se determinó que el RMB era una moneda de libre uso y se incluiría en la cesta del DEG como quinta moneda, junto al dólar de EE.UU., el euro, el yen japonés y la libra esterlina, con las siguientes ponderaciones respectivamente: 41.7%, 30.93%, 8.33%, 8.09% y 10.92% para la moneda china (FMI, 2016).

sistema de supervisión prudencial, orientado a la mitigación de la toma excesiva de riesgos, ha devenido en un elemento clave en el éxito de los controles. Por lo que, ante un sector financiero poco desarrollado y una extensiva agenda de reformas, esta herramienta de política se percibe como un atributo importante que ha ayudado a China a aislarse de la excesiva volatilidad del sistema financiero internacional.

No obstante, se reconoce la necesidad de transitar hacia un régimen cambiario que permita una mayor flexibilidad del tipo de cambio y que reduzca la subvaloración de la moneda<sup>46</sup>, lo que debe estimular a las empresas chinas a lograr una inserción en los mercados internacionales más basada en la productividad que en la competitividad de precio (Masson, Dobson, & Lafrance, 2008).

### **2.3 Principales lecciones desde la experiencia internacional en la implementación de controles de cambio**

El estudio acerca de la experiencia práctica en la implementación de los controles de cambio, en un análisis que valora los elementos institucionales y contextuales, permitió extraer disímiles lecciones de gran utilidad analítica para las economías emergentes, como la cubana, que estudian la posibilidad y viabilidad de implementar estos instrumentos o modificar los ya existentes.

En primer lugar, puede afirmarse que en la mayoría de los casos la implementación de controles de cambios ha logrado los objetivos propuestos, al menos en el corto y mediano plazo, y los efectos adversos que emergen de su aplicación, punto fundamental de la crítica, podrían atribuirse esencialmente a su extensión en el tiempo. De ahí que pueda señalarse que la aplicación de estas políticas debería enmarcarse como parte de un plan global donde se incluyan otras medidas que mitiguen sus efectos distorsionadores y que se proponga en el tiempo transitar hacia mecanismos cada vez más financieros y menos administrativos.

Por lo general se ha observado en el estudio de la experiencia internacional, que la aplicación de controles cambiarios se ha relacionado en la mayoría de los casos, con

---

<sup>46</sup> No obstante, en 2015 el FMI declaró que la moneda china había dejado de estar subvaluada luego de su apreciación sustancial y apuntó que el Gobierno debía acelerar las reformas para llegar a tener "una tasa de cambio flotante".

condiciones de sobrevaluación de la moneda doméstica. Según Krugman (1998), cuando se usan controles cambiarios en defensa de una moneda sobrevaluada sí resulta dañino y solo representa una defensa temporal frente la especulación, dentro de un sistema permanente de protección del comercio.

En la actualidad estas políticas se han montado en la plataforma de funcionamiento de los mercados cambiarios, los que han alcanzado gran desarrollo de sus instrumentos y tipos de operaciones (*spot* y futuros). Esto se ha podido observar en todos los casos estudiados e inclusive los mercados cuentan con estructuras similares a lo planteado por la teoría tradicional (con marcado desarrollo de los mercados interbancarios), difiriendo solo en cuanto a las condiciones de acceso a las divisas de los agentes participantes. Adicionalmente, estos mecanismos funcionan esencialmente en los mercados *spot*.

En todos los casos los bancos centrales fungen como entes fundamentales en la implementación de estas políticas, si bien su diseño puede partir de otras entidades gubernamentales. Ello se debe a que, fundamentalmente en contextos de multiplicidad de tipos de cambios, son los bancos centrales quienes pueden operar de la manera más clara posible en todos los segmentos de mercado creados por estos sistemas. Además, solo las autoridades monetarias cuentan con instrumentos para regular la generación de oferta monetaria propiciado por estos esquemas cambiarios, así como manejar las distorsiones que se puedan crear en el orden monetario.

Actualmente, su aplicación se encuentra menos extendida y se asocia a economías con importantes distorsiones monetarias (como las economías analizadas). Luego de la crisis se ha observado una mayor defensa de este tipo de instrumentos, aunque es necesario señalar que ha sido esencialmente sobre los controles de capitales, como un instrumento que permite mitigar los riesgos de vulnerabilidad financiera que ha representado la innovación y el desarrollo financiero.

Puede afirmarse que en algunos casos, no se ha observado un diseño institucional global de este tipo de restricciones, de manera que todas ellas se reflejen de conjunto en una única norma cambiaria. De hecho en algunos casos, como Argentina, los

controles no se encontraban explícitamente plasmados en regulaciones públicas, sino más bien se aplicaban basados en requisitos “informales” o en prácticas de las instancias gubernamentales como los bancos centrales.

Es importante resaltar que si bien se reconoce la utilidad y viabilidad de estos instrumentos, su aplicación debería adaptarse a las condiciones propias de cada país y configurarse de acuerdo al contexto local, en función del marco institucional del sistema financiero y las metas del país en materia de política económica. En este sentido, es necesario apuntar que se requiere de un fuerte respaldo institucional que entre otros elementos contenga el aspecto político.

Ciertamente el consenso de que los controles generan gran cantidad de distorsiones es correcto, sin embargo, la evaluación de la viabilidad de su aplicación en una coyuntura de crisis debe basarse fundamentalmente en los beneficios que reporta<sup>47</sup>. Por ejemplo, en el caso de la economía china estos instrumentos han constituido una barrera de protección efectiva ante los eventos de crisis económica, permitiéndole aislarse de la excesiva volatilidad del sistema financiero internacional.

Finalmente, es preciso tener en cuenta que en cualquier plan de ajuste económico integral resulta esencial un adecuado diseño del sistema cambiario, donde podría ser fundamental, al menos de manera temporal, la aplicación de controles de cambios. En este sentido, la experiencia analizada ha evidenciado que en el marco de aplicación de controles, es posible desarrollar el sistema financiero (mercados e instrumentos financieros).

---

<sup>47</sup> Un primer ejemplo lo constituyó el caso de México en 1982 durante la crisis de deuda, donde se afirma que la implementación de controles generó un período de 5 años de estancamiento. Sin embargo, dicho escenario fue preferible a una situación de recesión. Otro caso se evidenció durante la crisis asiática en el ejemplo de la economía china, cuya inconvertibilidad de la moneda, conferida por la imposición de controles cambiarios, le otorgó cierto margen de manejo de su política monetaria lo que le permitió actuar sobre las tasas de interés. (Krugman, 1998)

## **CAPÍTULO 3. APLICACIÓN DE CONTROLES DE CAMBIO EN CUBA. ANÁLISIS DE SUS EFECTOS Y PROPUESTA DE REDISEÑO.**

Aun cuando los criterios respecto a los controles de cambio han resultado diversos, continúa siendo un tema de gran relevancia, fundamentalmente para las economías en desarrollo. Estos instrumentos han sido utilizados por lo general por estas economías como mecanismos de ajuste ante desequilibrios externos, dados los riesgos que enfrentan ante la volatilidad de los mercados financieros internacionales y su respectivo efecto en la convertibilidad de las monedas domésticas.

La economía cubana se encuentra inmersa en una serie de transformaciones de su modelo económico, entre las que resalta el reordenamiento del entorno monetario y como parte de este el proceso de unificación monetaria y cambiaria. En más de una ocasión se ha reconocido que la fase más compleja de este proceso lo constituye la unificación cambiaria, en la que debe considerarse además la adopción de un nuevo arreglo cambiario, específicamente el régimen de tipo de cambio y la pertinencia de los controles de cambio. De ahí que los hacedores de políticas muestren una mayor preocupación por los temas cambiarios y su relación con el desempeño de determinados sectores, así como su impacto en la estructura productiva.

Sobre los controles de cambio no se constatan estudios previos en Cuba que aborden el tema de manera específica, ni como instrumentos de política económica. Solo algunas investigaciones<sup>48</sup> que abordan los temas de regímenes cambiarios o sobre el proceso de unificación monetaria y cambiaria, han señalado la importancia de estos.

Luego de estudiar la experiencia y debate internacional sobre los controles, este capítulo tiene como objetivo proponer un rediseño de controles de cambio más adecuado para Cuba en el contexto de transformaciones de su modelo económico, a partir de evaluar críticamente los efectos de los controles cambiarios en la actualidad.

---

<sup>48</sup> Entre dichas investigaciones se encuentran: (Vidal, 2008); (Doimeadiós, Hidalgo, Licandro, & Licandro, 2011); (Hernández E. , 2011); (Pérez, 2011) (Hidalgo V. , 2016); (Lage, 2016), entre otros.

Para ello, en un primer epígrafe se argumenta la necesidad del uso de controles de cambios en Cuba en el corto y mediano plazo como instrumentos indispensables en el contexto de transformaciones. Posteriormente, en el segundo epígrafe se profundizará en el funcionamiento de la economía cubana en el marco de la aplicación de controles de cambio, ahondando en los actuales mecanismos de asignación de recursos financieros externos y los principales efectos de estos instrumentos en la actividad económica. Finalmente, en el tercer epígrafe se presentará una propuesta de rediseño del esquema de controles cambiarios y de desarrollo de un mercado de cambios, ajustados al nuevo escenario que para la economía cubana supone la implementación de los Lineamientos de la Política Económica y Social.

### **3.1 Viabilidad del uso de controles cambiarios en Cuba. Aspectos del entorno macroeconómico relevantes para el sistema cambiario.**

La implementación de controles de cambios en Cuba, a partir de la década de los 90, constituyó una alternativa a la devaluación generalizada que precisaba la economía, como ajuste ante el escenario de desequilibrio externo. Se introdujo así un sistema que garantizaba convertibilidad automática en los circuitos en dólares y paralelamente establecía controles sobre el resto de la economía. (Hidalgo V. , 2016)

En dicho contexto la dualidad monetaria fue una respuesta institucional al requerido ajuste, con el propósito de minimizar los costos sociales. Los objetivos fundamentales identificados fueron preservar la soberanía nacional, frenar el deterioro del poder adquisitivo del peso cubano y crear las condiciones necesarias para restablecer su funcionalidad en el mediano y largo plazos (Pérez, 2011).

Posteriormente, en 2008 la economía vuelve a enfrentar una crisis que condujo al incumplimiento de algunos de los compromisos financieros internacionales del gobierno y las empresas estatales, así como impagos de los bancos a proveedores e inversionistas extranjeros. En este escenario, las alternativas de política se reducían a una devaluación o mayores controles cambiarios.

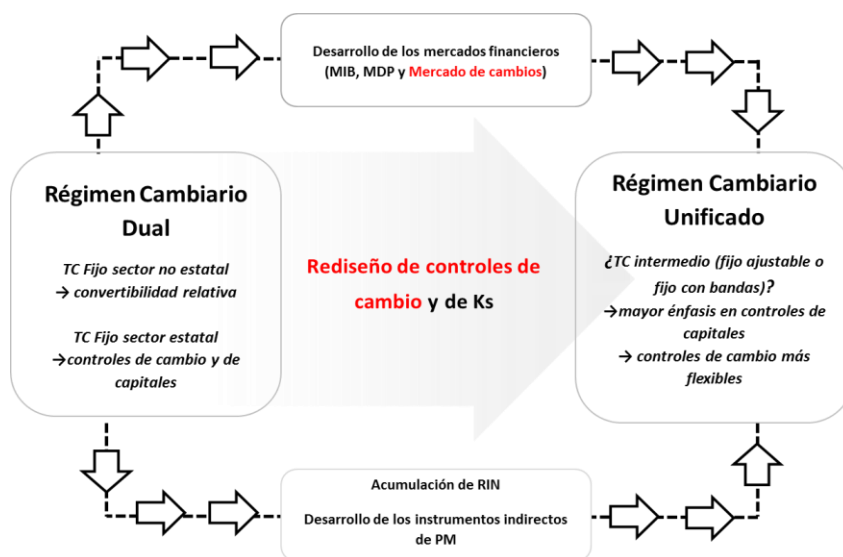
Con la adopción de mayores controles se perseguía evitar la devaluación de la moneda doméstica respecto a la extranjera, garantizar la estabilidad de la moneda y asegurar la

continuidad de los pagos internacionales, dado el escenario de permanente exceso de demanda de divisas o exceso liquidez en monedas nacionales.

Se verifica nuevamente cómo la dualidad y los controles han sido recurrentemente sustitutos de la devaluación (primero del CUP en los años 90 y luego del CUC en 2008) ante la pérdida de convertibilidad y el deterioro de las funciones básicas de las dos monedas domésticas (Hidalgo V. , 2016).

En la actualidad, el proceso de reordenamiento del entorno monetario dirigido a restablecer las funciones de la moneda nacional, impone la necesidad de definir el rol de los controles (de cambios y de capitales) en el tránsito hacia un régimen monetario y cambiario unificado. Ello implicaría adicionalmente, no postergar la decisión sobre la adopción de un régimen cambiario más adecuado para Cuba<sup>49</sup> y el desarrollo de un mercado de cambios (Ver esquema 7).

#### Esquema 7. Controles y el mercado de cambios como componentes del reordenamiento monetario cubano



Fuente: Elaboración propia

<sup>49</sup>Diversos trabajos de investigación han discutido sobre el régimen cambiario más adecuado para la economía cubana. En Hernández (2011) se propone un régimen de bandas cambiarias, coherente con el modelo de planificación y basado en una canasta de monedas. Mientras, en Doimeadiós *et al* (2011) también se propone dicho régimen, pero se especifica que dichas bandas sean relativamente estrechas en coherencia con el modelo de planificación.

Este proceso, que resulta de por sí ya altamente complejo, se compone de disímiles aspectos que constituyen diferentes áreas de acción, donde se deben incluir estudios sobre el desarrollo del sistema financiero y con ello el desarrollo de los mercados financieros y de los instrumentos indirectos de política monetaria (Ver esquema 7).

Con el inicio del funcionamiento del Mercado Interbancario (MIB)<sup>50</sup>, podría afirmarse, que se ha avanzado en el desarrollo de instrumentos indirectos<sup>51</sup>. A la par del ordenamiento de este espacio, que constituye un prerrequisito para el desarrollo de otros mercados financieros<sup>52</sup>, se han ido dando pasos para la puesta en funcionamiento de un mercado de deuda soberana.

En este contexto, un primer argumento que sustenta la viabilidad de la implementación de controles en el corto y mediano plazo, lo constituye la limitada oferta de divisas que presenta la economía, un problema recurrente determinado en mayor medida por el limitado desarrollo del potencial exportador, una dificultad de carácter estructural.

Un análisis del sector exportador cubano permite ahondar en los elementos que determinan su insuficiente desempeño. En la actualidad la principal fuente de divisas del país es la exportación de servicios, que representó en 2015 el 76% del total de exportaciones. Este sector que se destaca por su bajo efecto multiplicador y su participación no positiva en la productividad agregada, debido a su elevada desconexión con otras ramas de la economía.

Por otro lado, persiste un alto índice en la concentración de los rubros exportables y de los mercados (Ver gráfico 4). La persistencia de una estructura exportadora poco diversificada, especializada en la venta de productos de bajo contenido tecnológico y

---

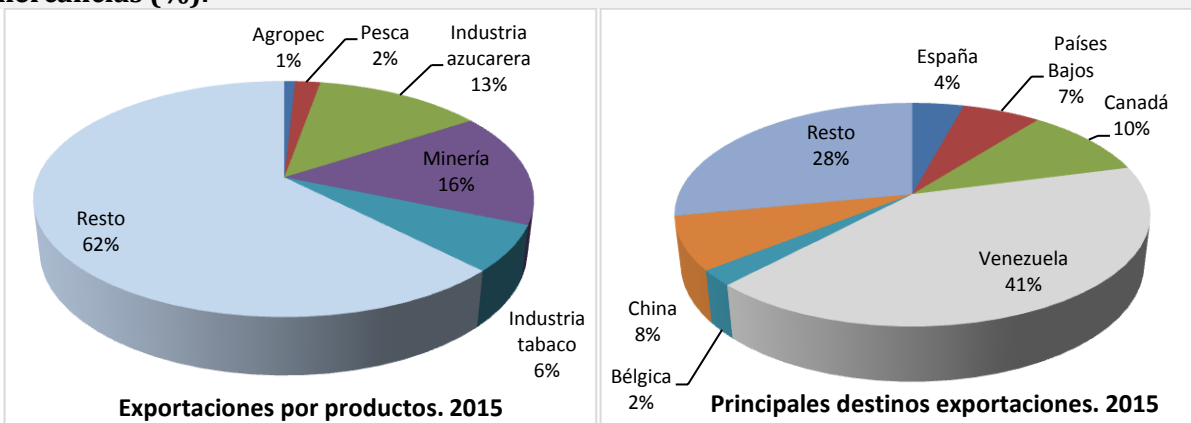
<sup>50</sup> Desde 2011 la Resolución 91 del BCC reguló los elementos generales sobre la operatoria de este mercado. El principal logro de este espacio de negociación es la posibilidad de que los bancos gestionen su liquidez a través de las propias reservas del sistema, sin necesidad de acudir a la autoridad monetaria, lo que constituye un paso fundamental dentro del reordenamiento del entorno monetario.

<sup>51</sup> Esencialmente en las Operaciones de Mercado Abierto (OMA), cuyas primeras modalidades de operaciones se han desarrollado recientemente.

<sup>52</sup> El mercado monetario o mercado de dinero, es el punto de partida del desarrollo de los mercados financieros, dado su rol central en la determinación de los precios y las tasas de interés. Este mercado constituye la base para el desarrollo del resto, que se ubican luego de este en la siguiente secuencia: mercado de divisas, mercado de deuda pública, mercado de acciones y bonos corporativos y el mercado de derivados (Karacadag, Sundararajan, & Elliott, 2003).

débiles conexiones productivas, ha generado una alta vulnerabilidad del país ante variaciones de los flujos comerciales externos.

**Gráfico 4. Concentración de los rubros exportables y de los destinos de exportación de mercancías (%).**



*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la ONEI 2015.*

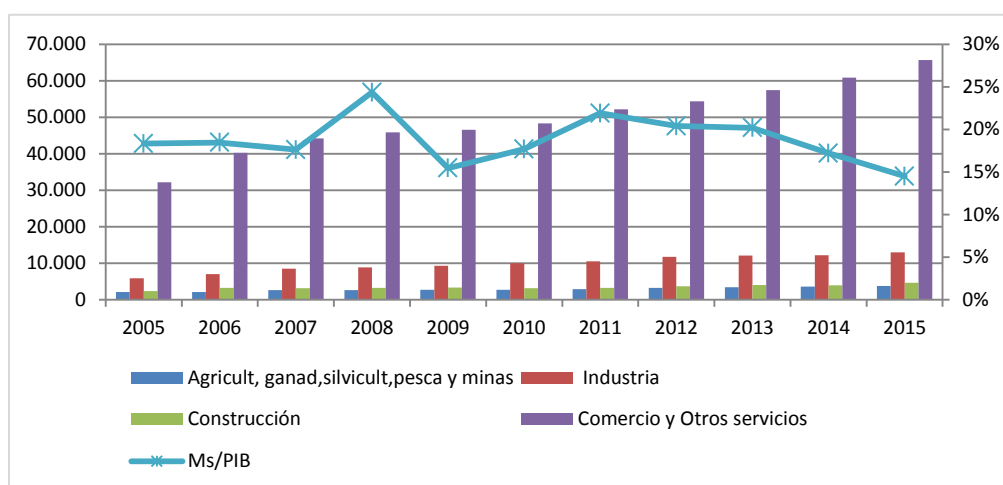
A ello se suma el limitado acceso al financiamiento externo, dado que el país no es miembro de ninguna de las instituciones financieras multilaterales (FMI, Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo o Bancos Regionales). Adicionalmente, no existe un mecanismo formal de acumulación de reservas internacionales y la mayor parte de los ingresos en divisas se utilizan para realizar pagos en el exterior. Por lo que la economía depende, para el equilibrio de su balanza de pagos, esencialmente de los ingresos en divisas generados por las exportaciones de bienes y servicios.

Al mismo tiempo, persiste el problema de permanente exceso de demanda de divisas, debido a la alta dependencia del sector externo, fundamentalmente por la imposibilidad de responder a las necesidades de la demanda interna con producción nacional y con ello la necesidad de recurrir a las importaciones. Dicho exceso no puede absorberse mediante mecanismos de mercado, dada la inexistencia de estos en el funcionamiento del modelo económico actual, elemento que será explicado posteriormente.

Un análisis de la estructura del PIB permite corroborar la afirmación anterior. En los últimos años se ha observado un mayor peso del sector de los servicios en el producto, mientras que el resto de los sectores han mostrado un pobre desempeño y con leves

signos de recuperación. Ello permite inferir que el sector terciario se ha desarrollado desconectado del resto y con una alta dependencia importadora. (Ver gráfico 5)

**Gráfico 5. Evolución de la estructura del PIB por actividades económicas y del componente importado.**



*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la ONEI 2015.*

El elevado componente importado de la economía coloca a las importaciones como una variable determinante de la actividad productiva<sup>53</sup>. En este sentido, Vidal y Fundora (2008) demostraron el elevado impacto de los montos importados en el crecimiento, dado que explican una parte importante de los productos exportados. De igual manera, en Quiñones (2012) se confirma la permanencia de la sobre-reacción importadora del balance comercial<sup>54</sup>.

El análisis del comportamiento de las elasticidades revela que el déficit externo cubano se ubica en una trayectoria no sostenible<sup>55</sup>. Esta tendencia importadora se debe a una limitada capacidad de transformación de la oferta interna en bienes exportables, pues

<sup>53</sup> En Doimeadiós (2011) a partir de la estimación de una función de producción, se confirma la relevancia del sector externo para el crecimiento de la economía cubana. Los resultados demostraron la alta sensibilidad del producto a las importaciones y la existencia de restricciones por el lado de la oferta.

<sup>54</sup> De ahí que ante un crecimiento económico vía exportaciones, las importaciones sobre-reaccionen positivamente en el doble, ya que la escasez de fuentes internas de ahorro obliga al país a desarrollar una capacidad de pago mayor mediante la generación de ingresos externos, los que no se pueden lograr sin las importaciones, cayendo de este modo en un círculo vicioso.

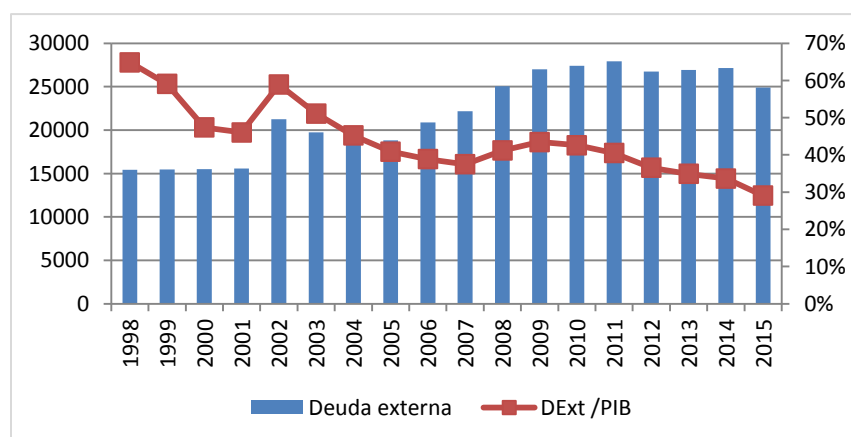
<sup>55</sup> Esta conclusión se deriva cuando la elasticidad ingreso de las exportaciones se ubica por debajo de la elasticidad ingreso de las importaciones.

ante un crecimiento productivo las importaciones son estimuladas aproximadamente en el doble (Quiñones, 2012) (Ver Anexo 5).

A su vez se observa un elevado grado de concentración de dichas importaciones<sup>56</sup>, las que históricamente se han orientado hacia tres áreas fundamentales: combustibles, alimentos y medicamentos. Esta composición no ha variado sustancialmente pues siempre ha estado en un entorno del 60% del total de las compras, pero en términos de valor estos tres renglones representan un gasto del 80% de los ingresos en divisas del país (Sánchez, 2011). Por tanto, resulta realmente relevante el hecho que la mayor parte de los ingresos en moneda extranjera drene nuevamente hacia el sector externo.

Por otro lado, se ha observado una tendencia al crecimiento de la deuda externa y con ello un incremento del pago por el servicio de la misma, lo que ha representado, en los últimos años, una presión muy importante en los resultados de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos del país (Ver gráfico 6).

**Gráfico 6. Comportamiento de la deuda externa.**



*Fuente: Elaboración propia a partir de Hidalgo & Doimeadiós (2016).*

Este crecimiento de la deuda ejerce cada vez mayor presión sobre los ingresos por exportaciones, representando en 2015 casi el doble de estos. Por lo que constituye una situación de alerta a pesar de la ligera disminución observada en el déficit por importaciones de bienes a partir de 2008 (por la mayor restricción en las divisas).

<sup>56</sup> En Torres (2015) se realiza un estudio del comportamiento de la concentración de las importaciones cubanas, lo que arroja que si bien el grado de concentración ha disminuido con el tiempo, aún conserva rasgos de mercado moderadamente concentrado.

Al respecto, a partir de 2009 el país comenzó a implementar una nueva política dirigida a normalizar las relaciones con todos los acreedores que tomó un nuevo impulso a partir de 2015. De esta manera, en diciembre de 2015 se renegoció la deuda con el Club de París por 11 mil 100 millones de dólares, la que se condonó en un 70%, con un pago restante durante 18 años en cuotas gradualmente crecientes. Finalmente, en 2016 el gobierno francés anunció la cancelación de 3 mil 700 millones de euros de intereses moratorios acumulados por la deuda cubana (Rodríguez, 2016).

Esta situación si bien implica el compromiso de pago de deudas ya prácticamente consideradas impagables, lo que podría conllevar a una mayor presión en la Cuenta Corriente por incrementos en los pagos de servicios de la deuda, a su vez debe propiciar un mejor y mayor acceso al financiamiento externo para el país.

Un segundo argumento que sustenta la necesidad de los controles cambiarios en el contexto de transformaciones de la economía cubana, lo constituye la elevada complejidad del entorno monetario actual. La dualidad monetaria y cambiaria, la sobrevaluación del tipo de cambio oficial, la inexistencia o muy bajo desarrollo de los mercados financieros, la segmentación de mercados, el régimen cambiario fijo y la aplicación de controles de cambio en el sector estatal de la economía, configuran un entorno donde resulta muy complejo el manejo de las políticas macroeconómicas relativas al tipo de cambio y al mercado cambiario.

El primer elemento, la dualidad monetaria y cambiaria, ha implicado la doble circulación monetaria (coexistencia de dos monedas emitidas por el BCC) y con ello la doble contabilidad en los entes económicos y el funcionamiento de dos esquemas cambiarios diferenciados para cada sector de la economía. Dicho esquema dual establece la implementación en el segmento no estatal de un régimen cambiario fijo con una relativa libre convertibilidad de las divisas para las transacciones<sup>57</sup>, mientras que en las

---

<sup>57</sup> En este segmento se aplican esencialmente controles a la salida, referidos a la imposibilidad de realizar transferencias bancarias al exterior y el establecimiento de límites (5.000 USD) a partir de los cuales la exportación de divisas en efectivo u otros medios de pagos debe ser autorizada por el BCC (ver Resolución 17/2012 del BCC). Aunque formalmente no existen restricciones para acceder a las divisas, existen costos asociados al impuesto sobre el dólar en efectivo (gravamen) y a otros costos de transacción, lo que ha dado lugar a un mercado paralelo con diferenciales que oscilan entre 10-12%. (Hidalgo V. , 2016)

empresas estatales se opera con un tipo de cambio fijo sobrevaluado y estrictos controles de cambio que representan un esquema de subsidios e impuestos implícitos.

Si bien esta solución respondió a los objetivos de corto plazo, su permanencia hasta la actualidad ha generado la existencia de un mercado altamente distorsionado, donde los precios no actúan como indicadores reales del funcionamiento de la economía, lo que condiciona que los desequilibrios no se expresen de manera tradicional y por ello resulte muy complejo su manejo. Asimismo, ha acentuado la desconexión de los circuitos monetarios no estatal y estatal, lo que compromete la efectividad de la implementación de transformaciones medulares en la economía.

Es importante señalar que, la doble circulación monetaria no constituye el mayor problema, en todo caso solo implica mayores costos transaccionales para los agentes. La dualidad cambiaria y la sobrevaluación del tipo de cambio por su parte constituyen las verdaderas fuentes de distorsiones, que ha implicado además la inconvertibilidad de la moneda nacional frente a las divisas y la inconvertibilidad entre las monedas nacionales en el sector estatal.

Este esquema cambiario dual tiene la particularidad, a diferencia de la mayoría de las experiencias internacionales, de que los dos tipos de cambio que operan son oficiales. En función de ello, el “otro” tipo de cambio, con el que opera el sector no estatal, no es expresión de la existencia de un mercado de divisas alternativo, sino de un modelo de administración del tipo de cambio diferenciado por sectores (Lage, 2016).

En De la Torre & Ize (2013) se afirma que en el caso cubano la raíz del esquema dual es más real que financiero y básicamente equivale a un régimen parafiscal<sup>58</sup> de impuestos (que gravan a las exportaciones y algunos flujos de capital) y subsidios (que benefician a las importaciones básicas). Por lo que, los arbitrajes que se producen como consecuencia del diferencial cambiario son implícitos, aunque no menos perjudiciales para la formación de precios y la asignación de recursos (Lage, 2016).

---

<sup>58</sup> Se entiende por partida cuasifiscal o parafiscal aquellas operaciones que competen al gobierno, pero que por diversas razones las realizan entidades públicas diferentes de aquel; es decir, son actividades que se realizan fuera del presupuesto nacional (Delgado & Vargas, 1991).

Por su parte, la sobrevaluación del tipo de cambio oficial, ha conducido a una subvaloración contable de los ingresos por exportaciones expresados en moneda doméstica. Dicha situación ha generado efectos perjudiciales, no despreciables, sobre el sector exportador y en general sobre la rentabilidad de las empresas, dado que establece graves distorsiones a la política de incentivos al comercio exterior, generando subsidios implícitos desde el sector exportador al importador. Esto ha complejizado la medición de los costos reales y ha reducido los encadenamientos de las empresas tanto con el sector externo como entre ellas mismas. Adicionalmente, distorsiona pero no evita la magnitud de los subsidios con los que tiene que cargar el Estado.

Por tanto, puede afirmarse que este hecho afecta en gran medida la rentabilidad empresarial y social. Los subsidios implícitos por tipo de cambio sobrevaluado pueden considerarse como fuentes de cuasifiscalidad, lo que adicionalmente tiene importantes efectos sobre el análisis de la evolución de la posición fiscal. En estas condiciones, la efectividad de los mecanismos de asignación de recursos se ve disminuida, impidiendo que los precios internacionales actúen como referente complementario para la formación de precios y la inversión, función relevante en un mercado altamente distorsionado como el cubano (Torres, 2011).

Por otra parte, la economía cubana muestra un bajo desarrollo de los mercados financieros, que en algunos casos son inexistentes. Solo se ha impulsado el desarrollo del MIB que comenzó a operar en diciembre de 2014. No obstante, sería importante impulsar además un mercado de divisas. Actualmente, el acceso a los recursos financieros externos funciona bajo estrictos mecanismos de controles cambiarios, dado que se realiza una asignación mediante diferentes mecanismos administrativos, establecidos en base a prioridades definidas en el Plan de la Economía.

Otro elemento importante es la segmentación de mercados que como una de sus manifestaciones expresa una diferenciación en cuanto al acceso a los mercados de bienes, crédito y moneda entre el sector estatal y no estatal. Respecto al régimen

cambiario puede afirmarse que se corresponde con un régimen ultra fijo de carácter dual, pues los tipos de cambios en ambos segmentos se han mantenido invariables<sup>59</sup>.

A todo ello pudiera sumarse la persistencia en la actualidad de cierto grado de dolarización parcial en la economía. Ello responde a la permanencia de una gran desconexión entre los flujos financieros en divisas y pesos cubanos en las empresas estatales, lo que entre otros elementos, genera un patrón de funcionamiento donde los principales indicadores de eficiencia están asociados a los ingresos en divisas. En este sector, aunque el dólar no funciona como medio de pago ni reserva de valor, es un referente fundamental como medida de valor.

Finalmente, se identifica como argumento adicional del uso de controles en la economía cubana, la necesidad del sistema de planificación como vía principal para la dirección de la economía nacional y su coherencia con el esquema de controles cambiarios en el mediano plazo. Ello se basa en el gran peso del sector estatal en la economía cubana y en la importancia que se le confiere a las actividades de interés social, que representan alrededor del 40% del PIB.

Sin embargo, se reconoce que la forma en que se ha implementado la planificación ha resultado contraproducente con los objetivos de la política económica. La planificación altamente centralizada aislada de los elementos de mercado, ha implicado la existencia de controles sobre todas las variables precio que operan en la economía.

Los precios de los bienes y servicios fundamentales de la economía y los salarios son fijados administrativamente. Las tasas de interés son establecidas por el BCC, con un reducido margen para su manejo por los bancos comerciales<sup>60</sup> y el tipo de cambio es fijo. Adicionalmente, ha implicado un estricto control de los recursos financieros externos del país, lo que se refleja en la elaboración de los planes de divisas.

---

<sup>59</sup> Desde 2005 el tipo de cambio del sector no estatal (establecido en las casas de cambio CADECA) no varía y el tipo de cambio para el segmento estatal o denominado tipo de cambio oficial, se ha mantenido fijo sufriendo leves modificaciones solamente en 2005 según el Acuerdo 15 del Comité de Política Monetaria del BCC que luego se restablece en 2011 mediante el Acuerdo 30 de dicho comité. No obstante, pudiera afirmarse la ocurrencia de cuasi devaluaciones, mediante el establecimiento de convertidores cambiarios en determinadas actividades como las de la Zona Especial de Desarrollo en Mariel, las Cooperativas no agropecuarias (CNA), Turismo, etc.

<sup>60</sup> En el caso de las tasas activas para créditos desde los bancos comerciales, se establece, según Carta Circular No. 2/ 2012 del BCC, un margen de  $\pm 1\%$  de las tasas establecidas por el BCC.

Si bien el proceso de Actualización del Modelo Económico Cubano proyecta la transición hacia una regulación indirecta basada en indicadores e instrumentos financieros, se reconoce la complejidad que implica la eliminación de estas rigideces en la formación de precios y con ello la necesaria persistencia de estos mecanismos en el mediano plazo. Al mismo tiempo, se reconoce la necesidad de transitar hacia una planificación menos centralizada que incorpore elementos de mercado (Pérez, 2016).

### **3.2 El rol de los controles de cambio en el funcionamiento actual de la economía cubana**

La crisis de los años 90, generada a partir de colapso del campo soviético, principal socio comercial de Cuba, determinó que el tema de la falta de liquidez se perfilara como una problemática medular en el proceso de planificación de la economía nacional. Es así que comenzaron a observarse disímiles mecanismos de control de las divisas del país.

En primer lugar, se dio un proceso de descentralización de la toma de decisiones con respecto al uso de las divisas para aquellos organismos generadores mediante la implementación de los denominados Esquemas de Autofinanciamiento en Divisas, con el objetivo de reactivar el sistema empresarial de manera que la gestión operativa empresarial adquiriese un carácter eminentemente monetario-mercantil.

Posteriormente, en 2003 comienzan nuevamente a manifestarse problemas de escasez de divisas y se recurre a centralizar los recursos financieros estableciéndose un orden de prioridades favorable a las actividades de interés social. A partir de ello se creó la Cuenta Única de Ingresos en Divisas del Estado y los Comités de Aprobación de Divisas (CAD)<sup>61</sup> como encargados de autorizar las transacciones en pesos convertibles para los distintos organismos.

---

<sup>61</sup> Estos comités se crearon a partir de la Resolución No. 92/2004 del BCC donde se establece que estos serían los encargados de autorizar las transacciones en pesos convertibles para distintos organismos, y se les reservaba el derecho de vetar cualquier transacción. De forma que los bancos cubanos no se consideraban facultados, a partir de ese momento, para procesar ninguna operación en pesos convertibles o divisas de las entidades cubanas que no hubiese sido previamente autorizada por estos comités.

Más recientemente, en 2008 la economía cubana comenzó a sufrir una crisis de deuda, bancaria y cambiaria, que condujo al incumplimiento de algunos de los compromisos financieros internacionales del gobierno y las empresas estatales, así como impagos de los bancos a proveedores e inversionistas extranjeros.

Entre las causas fundamentales estuvieron los shocks externos y las medidas de centralización financiera decididas en los años previos. También fueron determinantes algunos elementos del diseño de la política monetaria que acompañó al peso convertible después de la desdolarización a partir de 2003, entre ellos la ausencia de reglas y transparencia en relación con la emisión de pesos convertibles (CUC) (Vidal & Everleny, 2014)<sup>62</sup>. Esto último resulta muy notorio en este episodio dado su relación con la pérdida de “convertibilidad” del CUC.

Dicha situación condicionó adicionalmente, la existencia de grandes dificultades para obtener nuevas fuentes de financiamiento externo, debido a la falta de credibilidad que comenzó a generarse en torno a la capacidad de pago de Cuba frente a sus deudas en el exterior.

Una vez más la no disponibilidad de divisas emergía como uno de los problemas más recurrentes de la economía cubana. Es por ello que se hace necesario resaltar que aunque la falta de liquidez en aquel momento se manifestara como un problema generado por el deterioro de las condiciones del entorno internacional, era sobre todo un resultado del limitado desarrollo del sector exportador cubano, lo que ha restringido la generación de divisas en los más diversos contextos.

A partir de dicha situación, se puso en marcha un proceso de revisión de los gastos fiscales e importaciones, lo que contribuyó a recuperar en alguna medida los equilibrios macrofinancieros. Se optó entonces por un nuevo esquema de asignación centralizada de la divisa para las entidades públicas. Dicho esquema pretendía simplificar el procedimiento anteriormente aplicado que orientaba emitir solicitudes al CAD; pero

---

<sup>62</sup> Vidal & Everleny (2014) identifican cuatro causas principales de la crisis cubana en 2008: la crisis de balanza de pagos, detonada por la caída de los términos de intercambio, el azote de tres huracanes y la crisis internacional sobre la financiación externa y las exportaciones; eliminación de la caja de conversión que controlaba la emisión de CUC sin una regla sustituta; la recentralización de los recursos financieros en la Cuenta de Financiamiento Central; y la permanencia de un tipo de cambio oficial fijo por demás sobrevaluado.

manteniéndose el principio establecido en la Resolución No. 92/2004<sup>63</sup> de optimizar la utilización de los recursos.

Sin embargo, la aplicación de dichos mecanismos de control, como ajustes ante la existencia de un tipo de cambio oficial sobrevaluado, ha generado distorsiones en el sistema de precios y costos de la economía. No obstante, se ha sostenido dada la existencia de la segmentación, lo que permite afirmar que a pesar de los efectos perjudiciales de este fenómeno, su existencia ha constituido una especie de “barrera de contención” que ha permitido atenuar los efectos adversos de la implementación de tipos de cambio múltiples (Lage, 2016).

### **3.2.1 Principales modalidades de financiamiento para el sector empresarial estatal en Cuba**

En la actualidad, la distribución de divisas en el sector estatal se realiza a través de disímiles mecanismos, en función de los plazos de vencimientos de las obligaciones y el tipo de entidad demandante de los recursos. De esta manera, se identifican dos modalidades principales de distribución de recursos financieros externos en el país para los plazos comprendidos dentro del año o también denominados vencimientos a la vista. Estas modalidades son: los Esquemas Cerrados de Financiamiento en Divisas y la Asignación Administrada de Recursos Financieros Externos.

El funcionamiento de ambos mecanismos se basa en conceder o aprobar a cada entidad demandante, en función de determinados criterios (entre ellos si la entidad es capaz de generar ingresos en moneda extranjera, si pertenece a un Esquema Cerrado de Financiamiento en Divisas, el monto del plan de importaciones y de inversiones aprobado, entre otros), determinada capacidad de liquidez en divisas (CL). Dichas capacidades se registran en las denominadas *cuentas CL*<sup>64</sup>, las cuales son supervisadas por el BCC, quien funge como ente encargado de controlar el mecanismo operativo a través del cual se ejecutan las asignaciones.

---

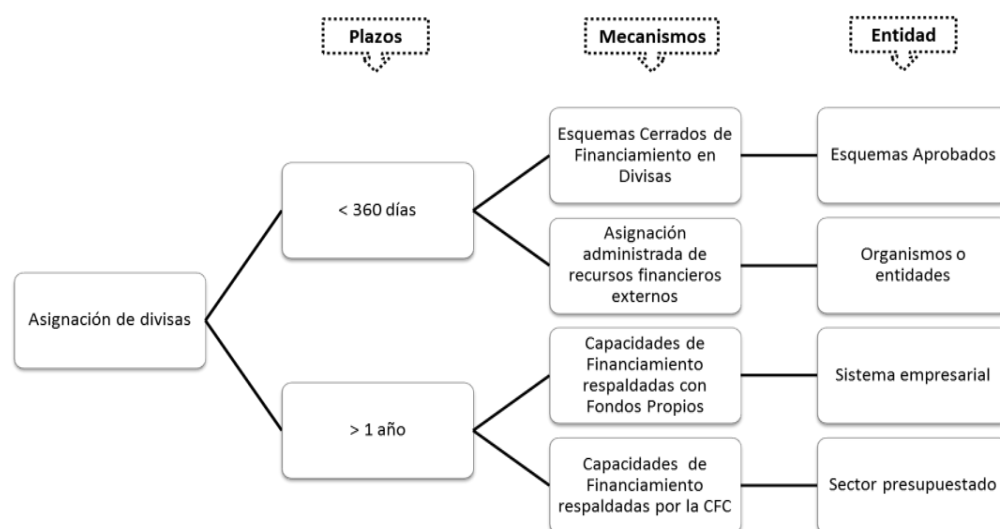
<sup>63</sup> Con la implementación de dicha resolución, se eliminó la práctica establecida hasta ese momento, de que cada sector distribuyera las divisas de acuerdo a sus necesidades y sin tener en cuenta las prioridades del país.

<sup>64</sup> Constituyen cuentas de orden, por tanto no reflejan cuentas reales. En ellas se registran las capacidades de liquidez en divisas aprobadas a cada entidad para operaciones a la vista (plazos menores a 1 año). Algunos elementos relacionados con su reglamentación puede encontrarse en (MEP, 2016).

Por otro lado, se observan dos modalidades principales de distribución de recursos financieros externos en el país para vencimientos de más largo plazo (mayores a 1 año)<sup>65</sup>: la aprobación de Capacidades de Financiamiento respaldadas con Fondos Propios y la asignación de Capacidades de Financiamiento respaldadas por la Cuenta de Financiamiento Central (CFC)<sup>66</sup>. Estas obligaciones se respaldan con cartas de créditos emitidas por parte de los bancos comerciales. Estas capacidades se registran, según sea el caso, en *cuentas FP* o en *cuentas CF*<sup>67</sup>. Las cuentas FP al igual que las cuentas CL, son supervisadas por el BCC.

El siguiente esquema resume los mecanismos de asignación de divisas existentes en el sector estatal.

**Esquema 8. Principales modalidades de redistribución de recursos financieros externos**



*Fuente: Elaboración propia*

<sup>65</sup> Estos vencimientos se clasifican como de corto plazo si se encuentran entre 1 y 2 años, de mediano plazo para aquellos entre 2 y 4 años y de largo plazo para aquellos de más de 4 años.

<sup>66</sup> La CFC se creó en el año 2010 mediante la Resolución No. 86 /2010 del BCC. Sus principios de funcionamiento se exponen en el Anexo 6. 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 (Doimeadiós, Hidalgo, Licandro, & Licandro, 2011).

<sup>67</sup> Las cuentas FP, de manera similar a las cuentas CL, constituyen cuentas de orden, por tanto no reflejan cuentas reales. En ellas se registran las capacidades de liquidez en divisas aprobadas a cada entidad para operaciones con vencimientos mayores de 1 año. Las cuentas CF sí constituyen cuentas reales de la CFC en los bancos comerciales. Su reglamentación puede encontrarse en (BCC, 2009) y en (BCC, 2008).

## I. Esquemas Cerrados de Financiamiento en Divisas

En el año 2009 surge la idea de diseñar un procedimiento encaminado a fomentar la entrada de ingresos en divisas a la balanza de pagos. La nueva modalidad de financiamiento para el sector empresarial consistía en aprobar Esquemas Cerrados de Financiamiento en Divisas (en lo adelante Esquemas Cerrados) a algunas entidades generadoras de ingresos denominados en esta moneda. Estos esquemas se definen como: *“... el procedimiento mediante el cual la entidad autorizada puede disponer, a partir de los propios flujos de ingresos que genera, de la liquidez en divisas que requiere para cumplir con sus obligaciones externas (tanto de pagos corrientes como de deudas por créditos recibidos)...”* (MEP, 2016).

De ahí que, los Esquemas Cerrados tengan como principal objetivo garantizar el acceso expedito a las capacidades de liquidez sin necesidad de recurrir a otros mecanismos de distribución de divisas. Con ello se lograría proteger los flujos en divisas de los sectores que lo generan y se les garantizaría el financiamiento para hacer frente a los pagos a proveedores extranjeros y de deudas por créditos recibidos, asegurándole de este modo sus compromisos de exportación y potenciar así los ingresos a la balanza de pago del país (Ver recuadro 4).

En este mismo año se delineó como parte de la política económica del país, el papel de este nuevo mecanismo para garantizar los ingresos externos en las difíciles condiciones en que estaba operando la economía. De este modo los Esquemas Cerrados se extenderían en la medida que fuera necesario y posible, de forma que las producciones que constituyesen rubros importantes de exportación (como níquel, biotecnología, turismo, combustibles, aviación, telecomunicaciones, ron y tabaco) pudieran disponer del financiamiento necesario oportunamente, no subordinado a otras prioridades (Murillo, 2010).

**Recuadro 4. Aspectos esenciales de los Esquemas Cerrados de Financiamiento en Divisas**

1. Los sujetos pueden ser Organismos de la Administración Central del Estado (OACE), Organizaciones Superiores de Dirección Empresarial (OSDE), Consejos de Administración Provincial (CAP) y entidades estatales o mixtas que generen divisas.
2. Los esquemas podrán transferir liquidez para pagos al exterior a otras entidades que complementan la actividad.
3. La aprobación está condicionada no solo a la generación de ingresos en divisas, sino a un análisis integral de la entidad.
4. El esquema asegura la disponibilidad en divisas a partir del cálculo de un coeficiente de retención de liquidez ( $\alpha$ ) que aplicado a cada peso de ingreso del exterior, permitirá retener en automático la liquidez necesaria para la ejecución de los pagos externos aprobados.

$$\alpha = \frac{G_{ext}}{Ing_{ext}}$$

$G_{ext}$ : Pagos por importaciones de bienes y servicios, pagos de deudas con fondos propios sin instrumentos bancarios y pagos internos en divisas.

$Ing_{ext}$ : Ingresos por exportaciones de bienes y servicios y donaciones\*.

5. Las entidades sujetas al esquema deberán aportar a la CFC el excedente de sus ingresos ( $\beta$ ) una vez aplicado el coeficiente de retención.

$$\beta = (1 - \alpha) * Ing_{ext}$$

6. El coeficiente no es equivalente al costo por peso de producción o servicio y se aplica a cada dólar de ingreso que recibe la entidad en Cuba. Además este debe ser revisado por el Ministerio de Economía y Planificación (MEP) con cierta periodicidad.
7. El coeficiente aprobado es aplicado por el sistema bancario de manera automática en los ingresos en divisas. Para las entidades estatales la liquidez se acredita en las cuentas CL y para las entidades mixtas se acredita en cuentas reales en MLC habilitadas.
8. Las entidades estatales bajo este esquema siguen recibiendo el 100% de los ingresos externos en sus cuentas en pesos convertibles al tipo de cambio correspondiente. Por lo que para hacer uso de la liquidez otorgada en su cuenta CL deberán realizar la correspondiente operación cambiaria CUC- USD.
9. Las entidades mixtas bajo este esquema reciben en sus cuentas en MLC aquella parte de sus ingresos externos luego de aplicado el coeficiente. El resto de las divisas es aportado a las reservas del país y por tanto reciben el monto correspondiente en sus cuentas en pesos convertibles.

\*Los créditos financieros aunque constituyen ingresos, quedan exentos de la aplicación del coeficiente.

Fuente: Elaboración propia a partir de MEP (2016)<sup>68</sup>.

Actualmente se implementan 19 Esquemas Cerrados: MINTUR, CACSA, MINREX, NIQUEL, CUPET, MINCULT, TABACUBA, AZCUBA, LABIOFAM, BEBIDAS (Cuba Ron), GEAM, Grupo Frutícola, UERMP, GEOMINSAL, CARIBEX, CITMA, MINSAP, BIOCUBAFARMA, Camarón de Cultivo.<sup>69</sup>

<sup>68</sup> Esta normativa representa una modificación o actualización de algunos aspectos de la Instrucción 1/2013, la que a su vez modificó una emitida en 2011 (Instrucción 1/2011), que representaba una actualización de la Instrucción 3/2009 de la Vicepresidencia Primera del BCC.

<sup>69</sup> A este grupo se adiciona el esquema de ETECSA, que no funciona mediante cuentas CL, sino directamente con sus cuentas reales.

Esta modalidad de financiamiento, logra superar en cierta medida los esquemas anteriormente implementados, de manera que se ubica en una forma intermedia entre la excesiva descentralización resultante de los Esquemas de Autofinanciamiento aplicados en los años 90 por un lado y la total centralización que se estableció a través de la Cuenta Única<sup>70</sup> a inicios de los 2000 por otro (Ver tabla 5).

**Tabla 5. Comparación entre diferentes modalidades de financiamiento del sector empresarial**

|                          | <b>Esquemas Autofinanciamiento en Divisas</b>                                                      | <b>Cuenta Única de Ingresos en Divisas del Estado</b>                                                                                             | <b>Esquemas Cerrados de Financiamiento en Divisas</b>                                 |
|--------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Período</b>           | Años 90                                                                                            | 2004-2009                                                                                                                                         | Actualidad                                                                            |
| <b>Sujetos</b>           | Empresas generadoras de ingresos en divisas (entidades estatales y sociedades mercantiles cubanas) | Entidades estatales, sociedades mercantiles cubanas, sistemas empresariales que radican en el extranjero, asociaciones económicas internacionales | Empresas generadoras de ingresos en divisas (entidades estatales y empresas mixtas)   |
| <b>Regulación</b>        | Presupuestos de Ingresos y Gastos en Divisas                                                       | Comités de Aprobación de Divisas (CAD)                                                                                                            | Coeficiente de retención de liquidez                                                  |
| <b>Control de gastos</b> | Menor Control (no se distingue entre gastos externos y gastos internos en divisas)                 | Estricto control (normativas muy rígidas en el manejo de los gastos en divisas)                                                                   | Mayor control (se distinguen gastos externos y gastos internos)                       |
| <b>Centralización</b>    | Mínimo (las empresas se autofinanciaban y realizaban el aporte al Estado)                          | Elevado (la toma de decisiones en el ámbito financiero se restringe no solo al Plan y a la aprobación del CAD)                                    | Medio (el Estado le acredita liquidez a la empresa para garantizar su funcionamiento) |

*Fuente: Elaboración propia a partir de Esquenazi (2012)*

Un elemento distintivo de los Esquemas Cerrados y que supone una fortaleza con respecto a los mecanismos anteriores, es que la ejecución queda en manos de la empresa beneficiaria. Dicha autonomía debiera tributar a una mayor disciplina en el ámbito empresarial y una utilización más eficiente de los recursos financieros disponibles.

<sup>70</sup> Creada bajo la Resolución No. 92/2004 con un perfil enfocado totalmente al sector empresarial y presupuestado, establecía que a partir del 1/1/2005, todos los ingresos en CUC que recibía la Caja Central por concepto de aportes, impuestos, recaudaciones u otros, se debían depositar en esta cuenta en el BCC, controlándose centralmente la asignación de estos recursos (Pérez, 2011). Luego, fue sustituida por la CFC.

Además de evitar paralizaciones por razones financieras, los Esquemas Cerrados apuntan a la separación de las funciones empresariales y estatales, en tanto que las entidades deben ser capaces de autofinanciar no solo sus gastos, sino también los créditos para inversiones. Al reducir las presiones financieras de corto plazo, deben permitir que el MEP concentre su actividad en la solución de los problemas de mediano plazo y estratégicos del país, en lugar de las urgencias por falta de liquidez de los exportadores.

Sin embargo, una de las principales limitaciones de este mecanismo es que en esencia no se dirige a solucionar el persistente problema de la incapacidad estructural de la economía para generar liquidez en divisas; sino que constituye un paliativo a la situación de restricciones de recursos financieros externos. Por lo que puede plantearse que esta modalidad es un paso transitorio pero imperfecto aún.

Por otra parte, la implementación de los Esquemas Cerrados solo permite asegurar que las entidades dispongan de forma oportuna de la liquidez indispensable que garantiza su reproducción simple. Lo anterior implica que no pueden verse como una garantía para el cumplimiento de las metas de exportación, que dependen adicionalmente del aseguramiento de otros factores como los organizativos, la disciplina tecnológica o laboral, entre otros.

Adicionalmente, con estos esquemas se refleja de manera más explícita cómo se grava al sector exportador. El denominado coeficiente de retención de liquidez funciona en la práctica como si se aplicara un impuesto implícito a las exportaciones, dado que las entidades bajo esquemas cerrados deben aportar al país los ingresos en divisas que superan el monto a retener, según coeficiente aprobado.

## II. Asignación Administrada de Recursos Financieros Externos

De forma paralela a la lógica de los Esquemas Cerrados, el resto de las empresas, entidades presupuestadas u OACE que no están sujetas a esta modalidad, e incluso aquellas entidades que operan bajo estos esquemas pero que presentan mayores necesidades que las aprobadas, obtienen el financiamiento mediante asignaciones centralizadas.

Este mecanismo de distribución de las divisas de manera centralizada también surge en el año 2009. Su funcionamiento es mediante una especie de Comité<sup>71</sup>, en el que participan el BCC, el MEP y otros organismos, que semanalmente a la vista de la disponibilidad real de divisas de la economía y de las prioridades gubernamentales y según haya quedado definido en el Plan de la Economía, atribuye a cada uno de los ministerios y organismos sectoriales, distintas capacidades para acceder a comprar divisas. Esta capacidad de liquidez en divisas se destina esencialmente al pago de importaciones y amortización de deudas externas.

Una vez distribuidas las capacidades entre los organismos, estos asignan las disponibilidades de divisas a sus empresas subordinadas, en función de los proyectos concretos aprobados y reflejados en el Plan de Divisas. En este sentido, se le crea a cada organismo o entidad una cuenta CL.

Los movimientos en las cuentas CL solo expresan el incremento o disminución del monto de divisas al que se puede acceder. Estas cuentas se acreditan por asignaciones centralizadas por el MEP, por ingresos en moneda extranjera retenidos de los Esquemas Cerrados una vez aplicado el coeficiente de retención y por traspasos entre cuentas. Mientras que se debitan por pagos a proveedores extranjeros con cuentas en Cuba o en el exterior, por pagos de deudas vencidas en el exterior y por traspasos entre cuentas (MEP, 2016).

Por tanto, una vez distribuidas las capacidades de liquidez en divisas al interior de los organismos y la posterior aprobación de su ejecución, las entidades deben realizar las respectivas operaciones cambiarias a través del CUC. Por lo que aquellas entidades que operan en CUP deben recurrir a la CFC, que representa un esquema cambiario para el sector empresarial (entre CUC y CUP) y que funciona además como un presupuesto del Estado en pesos convertibles.

La CFC, que tiene como función principal gestionar centralmente las decisiones sobre la utilización de las cuentas en CUC, se nutre de los aportes en pesos convertibles de las entidades. Con su creación se pretendía lograr una mayor agilidad en el proceso de

---

<sup>71</sup> Dicho encuentro se reconoce como *Reunión de Pagos*, donde se analizan y aprueban semanalmente los pagos externos a realizar por el país en función de las prioridades definidas en el plan.

otorgamiento de las divisas. Su constitución se basó en la idea de que al decidirse las prioridades de financiamiento a nivel de los OACE, se lograría dar respuesta de forma más eficiente a las necesidades de las empresas subordinadas.

En resumen, esta modalidad de distribución centralizada de las monedas extranjeras mantiene rasgos de centralización similares a los observados durante la implementación de la Cuenta Única de Ingresos en Divisas del Estado. Por lo que constituye aún un mecanismo con un marcado carácter administrativo donde prevalece un estricto control de la redistribución de las divisas bajo normas muy rígidas.

Constituye además una forma de distribución que no toma en cuenta necesariamente los requerimientos de divisas de las entidades, su situación financiera ni sus resultados económicos. Por lo que, no se garantiza una asignación eficiente de los recursos financieros, que respalde los objetivos de promover el sector exportador.

### III. Modalidades de asignación de divisas a plazos mayores a 1 año

Como se había mencionado anteriormente, en el caso de la distribución y aprobación de divisas para vencimientos mayores a 1 año, se aplican dos mecanismos principales: Aprobación de Capacidades de Financiamiento respaldadas con Fondos Propios y Asignación de Capacidades de Financiamiento respaldadas por la CFC.

Ambos mecanismos basan su funcionamiento en conceder o aprobar a cada entidad demandante, en función del origen de los fondos (fondos propios o fondos de la CFC), determinada capacidad de financiamiento en divisas. En el primer caso, se conceden generalmente al sistema empresarial y en el segundo al sector presupuestado.

Dado que para el cumplimiento de estas obligaciones se emiten cartas de créditos, son los bancos comerciales del país quienes asumen la deuda con el exterior. Es por ello que en el caso de los clientes que respaldan estas operaciones con fondos propios, el sistema bancario realiza los correspondientes análisis de riesgos, debitándoles sus cuentas en CUC desde el momento en que se pacta la operación. Por otro lado, en el caso de aquellas entidades cuyas obligaciones son respaldadas por la CFC no se les realiza este tipo de análisis, pues se asume que están garantizados por el Gobierno y desde el inicio se debitan las cuentas CF.

Las cuentas CF constituyen cuentas contingentes de pasivo en CUC de la CFC en los bancos comerciales para las operaciones del plan anual. Estas se acreditan por autorizaciones por el MEP y se debitan cuando se utilizan las capacidades asignadas al momento de emitirse el instrumento bancario (BCC, 2008).

La redistribución de monedas extranjeras mediante estos dos mecanismos, se incorpora a los Planes de Divisas anuales de los siguientes años en función de los términos de sus vencimientos. Por lo que, al término del plazo de cada una de estas obligaciones, de manera similar al mecanismo de asignación administrada, su análisis se incorpora a la reunión semanal que estudia la disponibilidad real de divisas de la economía y de las prioridades gubernamentales. En dicho espacio se les autoriza a los bancos comerciales realizar sus obligaciones en divisas (tanto las que responden a las Capacidades respaldadas con Fondos Propios como las respaldadas por la CFC), dado que en estos casos son los bancos comerciales los deudores con el exterior.

### **3.2.2 Análisis crítico de la aplicación de controles de cambio**

Si bien las modalidades de financiamiento explicados, como mecanismos principales de asignación de divisas en el sector empresarial estatal y presupuestado en el país, han logrado estabilizar el comportamiento de las obligaciones con el exterior, carecen de elementos flexibles que garanticen una asignación más eficiente basada en mecanismos financieros y en la que no prevalezcan elementos administrativos. En realidad, la propia dispersión de los mecanismos de redistribución brinda algunas señales sobre la necesidad de perfeccionarlos y transitar hacia vías más eficaces de asignación.

A su vez, la existencia de un tipo de cambio sobrevaluado, desalineado del tipo de cambio real de equilibrio<sup>72</sup> ha generado el surgimiento de subsidios implícitos que constituyen fuentes de cuasifiscalidad, lo que adicionalmente tiene importantes efectos

---

<sup>72</sup> Si bien, hasta la actualidad no se han realizado estimaciones serias del tipo de cambio real de equilibrio de la economía cubana, determinado en base a variables fundamentales de la economía tales como el consumo público, la formación bruta de capital, el grado de apertura comercial, el diferencial de tasas de interés locales y extranjeras, el crecimiento de las exportaciones y los términos de intercambio, se reconoce que el tipo de cambio oficial actual no refleja los verdaderos precios relativos de los bienes cubanos transables en el mercado internacional.

sobre el análisis de la evolución de la posición fiscal y afecta en gran medida la rentabilidad empresarial y social.

El paralelismo de funciones fiscales y cambiarias en el proceso de asignación de divisas, afecta el análisis de las cuentas públicas y empresariales, lo que impide determinar con precisión las necesidades reales de financiamiento de cada sector y particularmente del sector público (Doimeadiós, Hidalgo, Licandro, & Licandro, 2011).

Un punto muy importante es el hecho de que el acceso a las divisas no se produce mediante un mercado cambiario. Ello genera cierto grado de desintermediación financiera, dado que no se le otorga protagonismo al sistema financiero en estas operaciones y en la determinación del precio de las monedas extranjeras.

La ausencia de un mercado de divisas para el sector estatal, o al menos algún tipo de asignación mediante el funcionamiento de un mecanismo de mercado, ha generado cierta inflexibilidad para cumplir obligaciones financieras contractuales y la pérdida de oportunidades de articulación de cadenas productivas domésticas, dado que no se cuentan con las divisas asignadas para estos propósitos. A su vez, ello podría valorarse como un obstáculo al crecimiento de sectores domésticos con potencialidades (Hidalgo V. , 2008).

En la práctica, el mecanismo de control cambiario empleado en Cuba, representa una devaluación “administrada” del peso convertible basado en un esquema de asignación centralizada de capacidades o posibilidades de comprar divisas (Lage, 2016). De ahí que pueda afirmarse que en la economía cubana no existe un mercado cambiario con controles, sino una distribución controlada de las disponibilidades de divisas.

A su vez, estos mecanismos no garantizan una asignación eficiente de los recursos financieros externos, dado que implican una distribución administrativa no relacionada necesariamente con los requerimientos de divisas de las entidades en determinadas coyunturas o con la disponibilidad de moneda nacional de cada agente demandante (Ver recuadro 5).

**Recuadro 5. Efectos adversos del esquema de control de cambio en el sistema empresarial. Los casos de CUPET y GEMPIL.**

El estudio de los siguientes casos permite constatar algunos de los efectos adversos del esquema de control en el último período económico. En primer lugar, el caso del grupo empresarial Cubapetróleo (CUPET) que constituye uno de los esquemas cerrados de financiamiento aprobados. Este esquema tiene como particularidad que el coeficiente de retención es del 100%. Sin embargo, la demanda de divisas de este grupo es mucho mayor que el total de sus ingresos por exportaciones, dado que a partir de 2016 comenzó a cubrir nuevos gastos de importaciones.

Ello ha generado que en los últimos 5 meses, muchos proveedores hayan paralizado sus entregas, que el plan de inversión se encuentre retenido, que se tengan que renegociar nuevos contratos con cláusulas muy restrictivas, la disminución de los plazos de los créditos de 120 a 30 días, el incremento del 50% del costo de los accesorios y la exigencia de pagos al *cash*.

Respecto a los financiamientos a plazo, al grupo les son aprobadas asignaciones de cuentas FP. Sin embargo, los incumplimientos de pagos por esta modalidad acumulan 3 meses de atraso, lo que ha generado que algunos proveedores hayan comenzado a aplicar cargos por mora.

En segundo lugar, se encuentra el caso del Grupo Empresarial de la Industria Ligera (GEMPIL), el cual constituye un sector priorizado dado que genera producciones relacionadas con algunos servicios básicos de la población (aseo, higiene y vestuario), así como el suministro de otros sectores priorizados como el de salud pública (materiales, productos y piezas de repuesto de equipos) y educación (materiales de estudio y uniformes).

Este grupo accede a las divisas mediante la modalidad de asignación administrada y generalmente del total de monedas extranjeras que suele demandar para pagos con plazos menores a 1 año, se le aprueba un plan que cubre alrededor del 80%. No obstante, esta aprobación, que se materializa en la creación de cuentas CL, no garantiza que el grupo pueda ejecutar el monto total. En 2016, por ejemplo, las divisas asignadas solo se correspondieron con el 42% del monto del plan aprobado.

Respecto a las necesidades de financiamiento a plazo, el grupo hace un uso similar de las cuentas FP y las cuentas CF. En este caso, en el 2016 le fue aprobado el 100% de las divisas demandadas bajo estas modalidades, de manera que pudo sobrecumplir su plan de importaciones. Sin embargo, muchas de estas cartas de créditos se han vencido, dado que no se les asignan las divisas a las entidades bancarias para realizar estos pagos. Este hecho constituye una situación sobre la que no tiene control el grupo empresarial, dado que no se da un proceso de retroalimentación con las instituciones bancarias sobre el estado de estos financiamientos.

Ello tiene consecuencias muy graves para las entidades empresariales, entre las que se encuentran la retención de los embarques de mercancías, la imposición de condiciones más restrictivas en los nuevos contratos, el incremento de los gastos financieros por la fijación de mayores cargos por mora, implicaciones judiciales internacionales, entre otras.

Ambos ejemplos muestran que la distribución actual de las divisas no es eficiente. Por lo que puede inferirse que, la no disponibilidad de recursos financieros externos de manera oportuna, aun cuando la entidad en cuestión cuente con la capacidad de pago en moneda doméstica, podría tener con posterioridad un impacto adverso en el crecimiento.

Adicionalmente, el actual esquema de control cambiario no promueve el desarrollo de la industria dado que generalmente solo se garantiza la importación de los insumos y no las necesidades de inversión. Por tanto, no se orienta a fomentar el crecimiento económico, esencialmente a través de las exportaciones.

*Fuente: Elaboración propia*<sup>73</sup>.

<sup>73</sup> Los casos de estudios expuestos se desarrollan en base a la información brindada por directivos y especialistas de los grupos empresariales referenciados.

La inconvertibilidad de la moneda nacional frente a las divisas, reflejada en las medidas de control, aunque tiene su causa en la sobrevaluación del tipo de cambio con el dólar, condiciona una desconexión entre los flujos financieros en CUP y en divisas de las empresas. Ello ha generado un patrón de funcionamiento en el sector empresarial estatal donde los principales indicadores de eficiencia están asociados a la capacidad para generar ingresos en divisas, con independencia de cómo y en qué magnitudes se generan los ingresos en moneda nacional (Lage, 2016).

Todo el análisis anterior ha mostrado que en el contexto actual de transformaciones caracterizado por la limitada oferta de divisas del país determinada esencialmente por la existencia de déficits estructurales del sector externo, un entorno monetario complejo y la necesidad del sistema de planificación de la economía, los controles constituyen instrumentos viables y necesarios en la economía cubana en el corto y mediano plazo. Sin embargo, dados los problemas de ineficiencia en la asignación de las divisas, debiera transitarse hacia mecanismos más flexibles.

En consecuencia, resulta necesario desarrollar mecanismos de asignación con mayor fundamento en aspectos financieros, o sea instrumentos más indirectos o de mercado, que permitan formar y develar de a poco un precio clave o de referencia para la economía como es el tipo de cambio, lo que permitiría corregir en el tiempo el desalineamiento del tipo de cambio real.

Sin un mercado cambiario que brinde señales efectivas sobre la asignación de las monedas extranjeras mediante indicadores financieros, la distribución de divisas no podría renunciar al uso de los mecanismos administrativos (Pérez, 2016). En este sentido, un elemento clave en el proceso de reordenamiento monetario, el cual va más allá de solucionar la dualidad monetaria y cambiaria, lo constituye el desarrollo de un mercado cambiario en Cuba.

### **3.3 Propuesta de rediseño de controles de cambio para Cuba basado en el desarrollo de un mercado cambiario**

El debate teórico, la experiencia internacional y la propia han mostrado que si bien la implementación de controles de cambio crea determinadas distorsiones, también ha

sido recurrente su uso en el enfrentamiento de crisis. De ahí que pueda afirmarse que la total ausencia de controles tampoco es deseada, dado el reconocimiento de la necesidad de regulación de los mercados, especialmente en economías con bajo desarrollo de mercados financieros y débiles instituciones.

Por tanto, los controles son necesarios, pero son más eficientes a través de instrumentos indirectos. Es por ello que debe hacerse énfasis en desarrollar espacios cuyo funcionamiento se base en mecanismos de mercado, sin desestimar la necesidad de su regulación.

La creación y desarrollo del mercado de cambios constituye uno de los pilares para avanzar en el desarrollo de los mercados financieros en Cuba, dada su relación directa con el mercado monetario<sup>74</sup>. Asimismo, constituye un potencial importante en aquellas economías que se encuentren realizando acciones para lograr un sistema financiero más profundo y dinámico.

El adecuado funcionamiento del mercado de divisas, apoyado en el desarrollo del mercado monetario (esencialmente el interbancario), mejoraría la transmisión de la política monetaria, esencialmente en los casos en que se basa en un ancla nominal como es el tipo de cambio. Dicha dinámica, tributaría a la formación sobre bases más objetivas del tipo de cambio, una de las variables más relevantes para la economía.

La ausencia de una tasa de cambio económicamente fundamentada, capaz de conectar los flujos financieros en pesos, dólares y pesos convertibles, compromete seriamente cualquier indicador de rentabilidad económica (solventía, rentabilidad, situación patrimonial, factibilidad de los proyectos de inversión, análisis comparativos para evaluar la posibilidad de sustituir importaciones) (Triana & León, 2014).

Todo ello, por un lado, ha distorsionado los precios relativos, a la vez que ha impedido la correcta medición de la rentabilidad de las empresas y el análisis de la situación de

---

<sup>74</sup> En Calzado & Roselló (2015) se ahonda sobre el desarrollo de los mercados financieros en Cuba, en dicho estudio se aborda la necesidad de desarrollar los mercados financieros y cómo es imprescindible para su implementación el establecimiento de un orden secuencial en función de las necesidades de la economía y la complejidad de los riesgos que los mismos implican.

las finanzas públicas. En consecuencia, ha generado una ineficiente asignación de los recursos financieros.

Aun cuando las autoridades e instituciones cubanas no han expresado de manera pública su voluntad de fomentar el mercado de divisas, en diferentes espacios de debate académico sobre la formulación de las políticas macroeconómicas en Cuba, se ha reconocido la importancia de este mercado dado que permitiría el desarrollo de instrumentos financieros que permitan a su vez, a las instituciones financieras, a las empresas y al propio banco central, tanto el manejo de la liquidez como la cobertura de riesgos, esencialmente el riesgo de cambio.

Con la aplicación de la nueva Ley de Inversión Extranjera, que se propone estimular proyectos en áreas potenciales para el desarrollo del país y cuyos fondos se originan en contextos de gran desarrollo financiero, se impone la necesidad de una mayor interconexión financiera de la economía cubana con los mercados internacionales. Dicha interconexión se desarrollaría y fluiría de manera más natural de existir un mercado que permita el intercambio entre la moneda doméstica y las extranjeras.

### **3.3.1 Rediseño de controles de cambios. Introducción de un mercado interbancario de divisas**

Como se ha reconocido en la investigación, así como en el ámbito académico, en la economía cubana la planificación del presupuesto del Estado en divisas debe continuar siendo el mecanismo más importante de asignación como vía de garantizar el funcionamiento del modelo económico y social. A su vez, dado el contexto de restricciones de divisas existentes en el país, problema estructural, y la complejidad del entorno monetario, se justifica el uso en el mediano plazo, coincidente con la etapa de transición hacia un régimen cambiario unificado, de mecanismos de control de cambio.

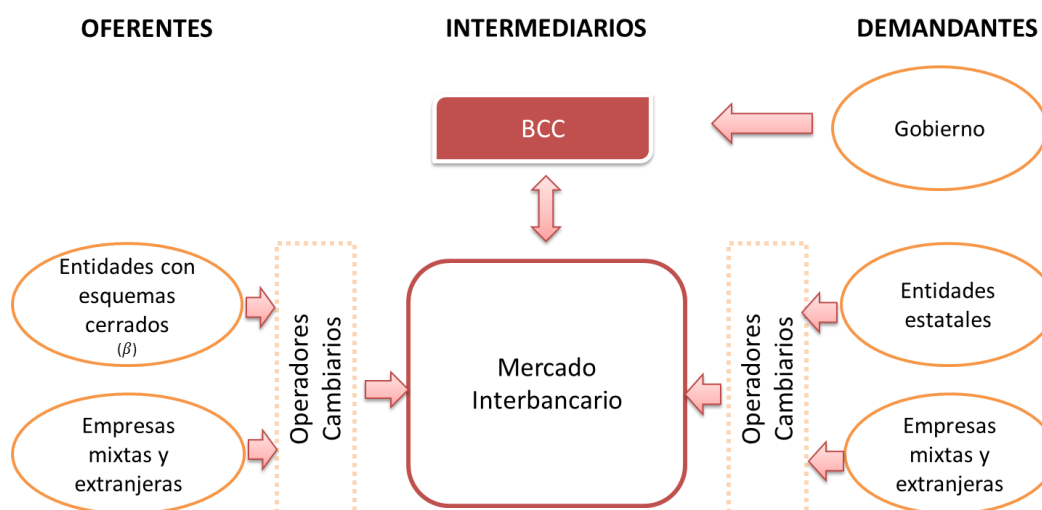
En estas condiciones, lo esencial es definir el grado de descentralización y flexibilización de la asignación de divisas en el circuito empresarial y en este sentido realizar un rediseño de los controles cambiarios implementados en la actualidad.

En el marco del tránsito hacia un régimen unificado es de esperarse que todos los instrumentos implícitos, asociados con la sobrevaluación del tipo de cambio, se vuelvan

explícitos. Ello equivaldría a aplicar subsidios e impuestos al sector externo y reconocer los ya existentes, de manera que se transparenten los mecanismos redistributivos que están cubiertos en la actualidad por el tipo de cambio.

Un primer paso, sería concentrar las transacciones cambiarias a través del sistema financiero mediante un mercado cambiario, con el protagonismo del BCC. Por lo que, podría institucionalizarse, en principio, un mercado interbancario en divisas al que concurrirían diariamente los bancos más importantes, como corredores cambiarios<sup>75</sup>, para canalizar la demanda y oferta de sus clientes (empresas y entidades con esquemas cerrados). (Ver esquema 9)

**Esquema 9. El mercado interbancario de divisas cubano. Propuesta de estructura**



*Fuente: Elaboración propia*

En este mercado los bancos podrían gestionar de forma mayorista el intercambio de las monedas extranjeras, en respuesta a necesidades propias (cuando resulten deudores internacionales por emitir cartas de créditos a sus clientes) y a las demandas de sus clientes.

El Gobierno, por su parte, debiera acudir directamente al banco central para satisfacer sus necesidades de monedas extranjeras para realizar pagos al exterior, dado que

<sup>75</sup> Toda operación de cambio debe realizarse con la intervención de una entidad autorizada por el BCC a operar en ese mercado.

constituye un agente de mucho peso que podría distorsionar la formación del tipo de cambio de equilibrio en el mercado. No obstante, en esta negociación debiera internalizarse el precio promedio transado en el mercado interbancario (que incluiría tasas de cambio y márgenes comerciales)<sup>76</sup>.

En este sentido, el Presupuesto del Estado debiera delimitar entre pagos y deudas externas por actividades centrales y no centrales, siendo solo las primeras las operaciones transables directamente con el banco central. Para ello, es necesario el establecimiento de reglas adecuadas de emisión monetaria, de manera que la autoridad monetaria pudiese construir sus propios indicadores de control, alcanzándose una mayor disciplina en la emisión de la moneda doméstica.

Adicionalmente, sería importante estructurar determinados arreglos institucionales que aseguren que la planificación monetaria se revele como el instrumento fundamental en la administración de las divisas del Estado. Ello permitiría definir el proceso de ejecución del plan de divisas del Presupuesto Central, donde se reflejarían las prioridades definidas en el plan anual de la economía.

Todo ello permitiría lograr una mayor institucionalización de las políticas monetaria y cambiaria en Cuba y su interrelación con la política fiscal. A su vez, dichos arreglos permitirían que las operaciones cambiarias entre el Estado y la autoridad monetaria se ejecutasen con la integralidad y eficiencia requerida.

Las operaciones fiscales relacionadas con el comercio exterior quedarían reflejadas en el balance del Presupuesto del Estado (mediante los impuestos y subsidios específicos a este sector). De esta manera, el Estado podría monitorear sus flujos de divisas y redistribuirlos en función de las prioridades fijadas para el segmento aun centralizado.

Entre las principales fuentes de estos ingresos se podrían identificar a los ingresos externos provenientes de exportaciones desde entidades presupuestadas, el gravamen aplicado a las otras entidades exportadoras y la deuda externa gubernamental. Todo

---

<sup>76</sup> Ello se corresponde con la práctica de disímiles experiencias, entre ellas los casos de Honduras y Uruguay donde las transacciones cambiarias entre los bancos centrales y los gobiernos correspondientes, se realizan a los tipos de cambio negociados en el mercado interbancario de divisas, regla establecida en sus reglamentos cambiarios.

ello permitiría una mayor transparencia de las fuentes y usos de los recursos externos y una mejor organización de las operaciones cambiarias del Estado.

De manera general, el desarrollo de un mercado interbancario de divisas (MID) eficiente propiciaría la estructuración de un sistema de formación de tasas de cambio más racional y fundamentado, contribuyendo a fortalecer el papel de esta variable precio en el funcionamiento de la economía. Al mismo tiempo, permitiría captar señales sobre la dirección y magnitud del necesario ajuste del tipo de cambio. Dicho ajuste no debería verse por sí mismo como la causa de un mayor número de empresas irrentables, sino como una vía que reflejaría de manera más realista la situación del sector público (Hidalgo & Doimeadiós, 2003).

Adicionalmente, la implementación de este mercado permitiría observar las disponibilidades y necesidades de liquidez en divisas en el sistema financiero, a través de los flujos de moneda extranjera en la economía. A su vez, podría ofrecer a la autoridad monetaria la posibilidad de enviar señales al sistema mediante su intervención en este espacio.

Lo ideal sería, que en este proceso el tipo de cambio tuviera cierto margen en su formación, es decir, al menos se permitiera una flotación en bandas de manera que el precio reflejara las condiciones del mercado. Sin embargo, ello implicaría una modificación del régimen cambiario actual. Por lo que en un contexto en el que no ocurran modificaciones importantes de dicho régimen, las señales podrían captarse a través de los márgenes comerciales aplicados a las operaciones cambiarias, que forman parte del precio final de las divisas.

En la actualidad los márgenes comerciales que aplican los bancos comerciales a las transacciones cambiarias son fijos, específicos para cada tipo de transacción y diferentes en cada institución financiera, por lo que podría pensarse en una alternativa de flexibilización y homogenización de estos, que sería factible para un primer momento en este análisis.

En el Anexo 8 se plantea una propuesta de modificación del sistema de formación de los márgenes comerciales a aplicar en las operaciones cambiarias, en la cual se le

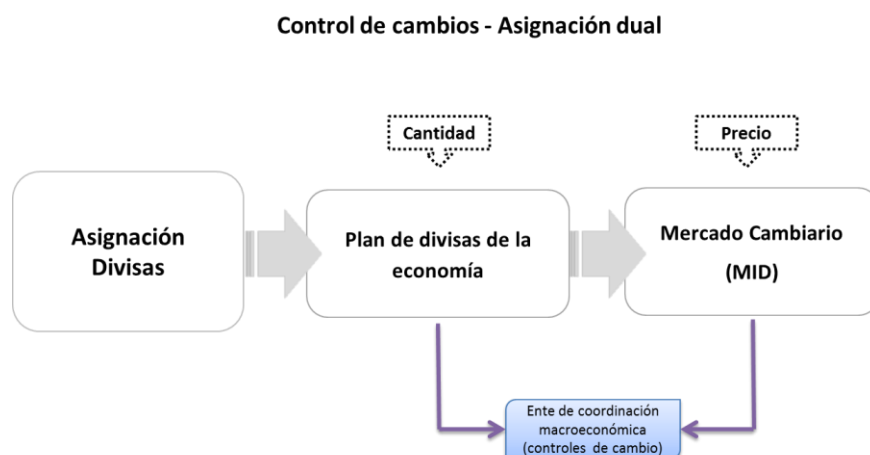
concede mayor flexibilidad y autonomía a las instituciones financieras para realizar los ajustes necesarios de acuerdo a las características de sus operaciones y tipos de clientes.

Sería recomendable que en primera instancia las cotizaciones fueran al contado (mercado *spot*) de manera que el mercado iniciase con operaciones muy simples. Luego de transcurrido un tiempo prudencial que permita acumular cierta experiencia entre los participantes y reguladores del mercado, se podría crear un espacio dentro del MID donde se realicen transacciones a plazo.

En este contexto, el monitoreo del mercado es esencial, por lo que la variable clave es la información. De esta manera, los bancos comerciales podrían proporcionar información detallada sobre las operaciones (montos y precios) y podrían solicitar aprobación al BCC para emitir cartas de crédito a los importadores. Asimismo, se les podría fijar un tope a la posición neta en divisas, incluyendo las tenencias de efectivo.

En este escenario de desarrollo del mercado, el nuevo rediseño de los mecanismos de control cambiario podría partir de realizar la asignación de las divisas bajo un esquema dual o en dos pasos, que separase la definición del monto y del precio de las divisas. La idea se centraría en flexibilizar, en una primera etapa, uno de los dos componentes de la asignación, en este caso el precio (Ver esquema 10).

#### Esquema 10. Propuesta rediseño de controles de cambio



Fuente: Elaboración propia

Los mecanismos de distribución de divisas o controles cambiarios implementados hasta la actualidad en Cuba han regulado tanto el precio como la cantidad, de manera que no existe, bajo ninguna circunstancia, alguna forma de captar señales reales sobre el comportamiento de los indicadores del mercado.

Bajo el nuevo esquema propuesto se podrían mantener, al menos en un primer momento, los mecanismos actuales para asignar el monto de los recursos financieros externos (esquemas cerrados, asignación administrada, vencimientos FP y CF y otros mecanismos especiales), dado que la introducción del mercado no es incompatible con dichas formas de asignación. En este sentido, debiera plantearse en una sola norma jurídica cada una de las formas de acceso a las divisas, de manera que los demandantes identifiquen su canal correspondiente.

Posteriormente, el monto al que se podría acceder quedaría definido en el Plan de divisas de la economía, el cual debiera caracterizarse por incorporar elementos flexibles o de mercado en los análisis sobre la asignación de las cantidades. Dichos análisis deben respaldarse de una rigurosa evaluación de la situación financiera de los demandantes y ser revisados por cada OACE y por el MEP, este último desde una visión macroeconómica<sup>77</sup>.

Por su parte, el precio (tasas de cambios, márgenes comerciales y comisiones) y los términos de negociación se podrían definir en el mercado de divisas. Por lo que los agentes podrían comercializar en el mercado cambiario las cantidades de divisas que les fueron asignadas por el Plan. La información que tribute el funcionamiento del mercado cambiario podría enriquecer, posteriormente, el proceso de asignación de las cantidades de divisas, en el cual se podría internalizar el precio promedio transado de las monedas extranjeras para evaluar si los agentes demandantes cuentan con la capacidad de pago que exige el mercado.

---

<sup>77</sup> A nivel macroeconómico el MEP podría apoyarse en instrumentos de estimación de la demanda de dólares como son los modelos de equilibrio macroeconómico, mediante la construcción de un esquema conceptual de consistencia analítica y contable. Una propuesta de ello puede consultarse en León (2015) donde se construye un Balance Financiero Global para Cuba y se realizan simulaciones de políticas en el mismo.

Se sugiere además, que se perfeccione el mecanismo de coordinación macroeconómica actual, incorporando un espacio relativo a la política cambiaria y en particular al funcionamiento de los controles, donde participen las instituciones relevantes como el MEP, el BCC y otros. Todo ello con el propósito de garantizar una retroalimentación que permita ir perfeccionando los mecanismos de asignación, regular el funcionamiento del mercado, evaluar la efectividad de los controles e ir definiendo el tránsito hacia un esquema más efectivo. (Ver esquema 10)

En la actualidad si bien existe un espacio de coordinación de políticas denominado Grupo de Análisis del Saneamiento de las Finanzas Internas (GASFI), encargado de coordinar y planificar las acciones para gestionar y garantizar el equilibrio monetario en el sector de la población, sus funciones aún son muy limitadas, dado que su objeto de análisis se sesga a un segmento de la economía y no se orienta a la economía en su conjunto. Adicionalmente, no analiza aspectos relacionados con la política cambiaria o los mecanismos de asignación de divisas vigentes.

Durante este proceso, debiera implementarse de manera conjunta una política de acumulación de reservas internacionales por parte del BCC, como base para avanzar posteriormente hacia una mayor flexibilización de los controles. En este nuevo contexto se requeriría una participación más activa de esta autoridad en el mercado de divisas, que sería más cercano a lo planteado en la teoría convencional.

En el mediano y largo plazo, a medida que se incrementasen los flujos de divisas al país y se desarrollasen los mercados financieros, podrían irse eliminando paulatinamente los controles de cambios. De esta manera, dado que se atenuarían las restricciones de divisas, podrían aplicarse con mayor énfasis controles de capitales en sustitución o de conjunto con los controles cambiarios. Ello debiera corresponderse con el grado de interconexión financiera de la economía cubana con los mercados financieros internacionales, en la medida en que el desarrollo de nuevos instrumentos y mercados financieros impliquen mayor grado de vulnerabilidad.

### **3.3.2 Desarrollo del mercado interbancario de divisas. Aspectos adicionales a tener en cuenta**

Para la institucionalización del mercado interbancario de monedas extranjeras en Cuba, el MIB constituye un referente muy importante. Sin embargo, en aras de que el mercado de cambios inicie sus operaciones, deben superarse una serie de limitaciones que persisten en la actualidad. Por tanto, una vez se promulgue el desarrollo de este mercado, debieran llevarse a cabo disímiles acciones en este sentido.

El desarrollo de este mercado debiera estar acompañado de un marco regulatorio, una infraestructura de mercados apropiada, una adecuada microestructura y supervisión prudencial, así como un robusto sistema de pagos y liquidaciones. Todo ello influiría en su amplitud y profundidad<sup>78</sup>.

De acuerdo a la experiencia internacional, un adecuado funcionamiento del mercado cambiario requiere que desde sus inicios se establezcan las *disposiciones normativas* correspondientes, entre ellas: una normativa cambiaria única, un Reglamento del Mercado de Cambios<sup>79</sup>, las Normas Contables y un Régimen Regulatorio y de Supervisión.

Respecto a la *infraestructura*, es necesario señalar que en la actualidad esta es insuficiente. Primero, si bien existe una plataforma electrónica (SLBTR<sup>80</sup>) para ejecutar los procesos de negociación, así como los mecanismos de liquidación y compensación automáticos, no existen los mecanismos para hacer uso de la plataforma existente para las operaciones cambiarias, todo lo cual resulta esencial para generar los incentivos adecuados de participación en el mercado.

No obstante, en las etapas iniciales, suponiendo un moderado volumen de operaciones, sería suficiente realizar las negociaciones a través de llamadas telefónicas. Adicionalmente, debería crearse un programa de capacitación que permita

---

<sup>78</sup> La amplitud está determinada por el volumen de activos financieros negociados en el mercado. Si hay mayor número de inversores, se comercializarán más activos y por tanto el mercado será más amplio. Por otro lado, la profundidad hace referencia al número de órdenes de compra y de venta existentes en el mercado.

<sup>79</sup> Dicho reglamento deberá reflejar: participantes en el mercado cambiario, información por suministrar, margen de intermediación cambiaria, ente fiscalizador, participación del banco central, reporte de la liquidación o el ingreso de divisas, operación de las casas de cambio y el régimen de sanciones. (Ver Anexo 7)

<sup>80</sup> Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real.

incorporar los conocimientos necesarios sobre el mercado y el uso de la infraestructura. Al respecto, las acciones llevadas a cabo para desarrollar el MIB constituyen un buen referente.

Otro de los obstáculos identificados es la *ineficiencia y falta de integridad del sistema de pagos y liquidación cubano*<sup>81</sup>. Ello constituye un elemento esencial dado que introduce un elevado riesgo de liquidación en el mercado, lo que atenta contra el adecuado funcionamiento de este espacio de negociación.

En este sentido, la potenciación del sistema de pagos ha cobrado gran importancia en los últimos años. De ahí que entre las estrategias de política del BCC en la actualidad se encuentre la formulación e implementación de la política para el desarrollo del sistema de pagos en la economía. Es por ello que esta institución ha implementado diferentes acciones en este sentido.

El otro elemento se relaciona con la *información*, cuya difusión oportuna y en tiempo es esencial en estos tipos de espacios. Actualmente en Cuba, la comunicación tecnológica y los sistemas informativos son ineficientes y no existen plataformas de negociación.

A pesar de estas limitaciones, sería importante dar los primeros pasos en el desarrollo del mercado, aun cuando no se cuenten con todas las condiciones, hecho demostrado con la experiencia del MIB. Ello debiera apoyarse en los beneficios que reportaría el funcionamiento de un mercado cambiario en cuanto a la asignación de recursos y la captación de señales relacionadas con la evolución del tipo de cambio, como precio esencial de la economía.

En este sentido, el inicio del mercado debiera caracterizarse por la simplicidad de los mecanismos, plataformas de negociación e instrumentos. Asimismo, debiera formularse un plan de acciones para impulsar su paulatino desarrollo.

---

<sup>81</sup> Ciertamente, la principal vulnerabilidad al respecto se relaciona con el sector empresarial estatal, no con el sistema bancario. La actual cadena de impagos del sector empresarial se ha convertido en un mecanismo desordenado y poco transparente de crédito empresarial, lo que afecta la rentabilidad del sector empresarial y financiero (Hidalgo V. , 2016). No obstante, la potenciación del sistema de pagos relacionado con el sistema bancario es esencial.

En la tabla 6 se muestran los principales elementos que debieran configurar el funcionamiento del nuevo espacio de mercado.

**Tabla 6. Elementos relacionados con el funcionamiento del mercado de divisas**

|                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|----------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Delimitación</b>  | En un inicio debería ser un mercado cerrado cuyos miembros serían las entidades registradas y autorizadas.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>Participantes</b> | En correspondencia con el MIB, podrían ser los 7 bancos estatales que operarían en el contexto post unificación: <i>Banco de Crédito y Comercio, Banco Metropolitano, Banco Popular de Ahorro, Banco Internacional de Comercio, Banco Financiero Internacional, Banco Nacional de Cuba y Banco Exterior de Cuba.</i>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Instrumentos</b>  | El principal instrumento financiero deberían ser las divisas, o sea, medios de pago denominados en moneda extranjera.<br>La liquidación podría realizarse en pesos cubanos.<br>Las cotizaciones deberían ser en primera instancia al contado (mercado <i>spot</i> ). Luego, podrían incorporarse compraventas a plazo.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Organización</b>  | Se podrían distinguir dos ámbitos de negociación: las operaciones interbancarias (espacio esencial por el mayor volumen de transacciones) y las operaciones de las entidades registradas con su clientela no bancaria.<br>En el caso del MID la sesión debiera desarrollarse en un horario establecido y las operaciones realizarse a los tipos de cambio <sup>82</sup> , márgenes comerciales y comisiones pactados.<br>En las primeras etapas las negociaciones podrían realizarse de manera telefónica y los calces serían manuales, luego con el desarrollo de la infraestructura adecuada podrían ser por pantalla y el calce automático. |
| <b>Operaciones</b>   | Podrían distinguirse operaciones simples y dobles <sup>83</sup> .<br>En el MID cubano deberían proliferar en un inicio las operaciones simples, con énfasis en las transacciones al contado o <i>spot</i> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |

*Fuente: Elaboración propia.*

<sup>82</sup> Mientras el régimen cambiario sea fijo, dichos tipos de cambio deben corresponderse con los publicados por el BCC.

<sup>83</sup> Las operaciones simples son las que constan de una sola transacción, tanto si son al contado como a plazo. Por su parte, las operaciones dobles implican que se pacten entre las mismas partes dos transacciones de sentido contrario relativas a igual importe de la misma divisa y para liquidar en diferentes fechas.

## CONCLUSIONES

1. A pesar de las críticas a la implementación de controles cambiarios desde el debate teórico, la experiencia práctica ha demostrado su pertinencia fundamentalmente para el enfrentamiento de contextos de desequilibrio externo, lo que ha sido muy defendido luego de la crisis financiera y que a su vez tiene particular connotación en un análisis circunscrito a las economías en desarrollo.
2. La efectividad de los controles de cambio dependerá de las condiciones en que los mismos se apliquen (el contexto histórico y elementos institucionales) y su extensión en el tiempo, por lo que su diseño constituye un elemento no trivial para el cumplimiento de los objetivos propuestos.
3. Los mecanismos actuales de redistribución de las divisas en Cuba carecen de elementos flexibles que garanticen una asignación eficiente basada en mecanismos financieros y en la que no prevalezcan elementos administrativos, lo que ha generado una desconexión entre los resultados económicos de las empresas y el acceso a las divisas, cierta inflexibilidad para cumplir obligaciones financieras contractuales y la pérdida de oportunidades de articulación de cadenas productivas domésticas con potencial de crecimiento y un impacto negativo en la actividad productiva.
4. Resulta relevante definir el papel de los controles (de cambio y de capitales) y del mercado cambiario en la secuencia del proceso de unificación, esencialmente en el tránsito hacia un régimen cambiario unificado, como parte del proceso de reordenamiento monetario, aun cuando las autoridades cubanas no hayan expresado de manera pública su voluntad de fomentar el mercado de divisas.
5. El desarrollo de un mercado interbancario de divisas debe ser un primer paso para lograr la estructuración de un sistema de formación de tasas de cambio más racional y fundamentado, lo que contribuiría a fortalecer el papel de esta variable precio en el funcionamiento de la economía y permitiría captar señales sobre la oferta y demanda de divisas en la economía.

6. Un rediseño del sistema de control cambiario actual donde se introduzca el funcionamiento de un mercado interbancario de divisas, permitiría establecer un esquema de asignación dual donde se separaría la definición del monto y del precio de las monedas extranjeras. Bajo dicho esquema podrían mantenerse en una primera etapa los mecanismos actuales para asignar el monto de divisas, pero el precio (tasas de cambios, márgenes comerciales y comisiones) y los términos de negociación se definirían en el mercado. Para ello se propone la flexibilización, en un inicio, del sistema de formación de los márgenes comerciales aplicados por los bancos comerciales en las operaciones cambiarias.
7. En el nuevo esquema de funcionamiento de la distribución de las divisas propuesto, el Presupuesto del Estado transaría directamente sus operaciones en divisas con la autoridad monetaria, marco en el cual sería necesario el establecimiento de determinados arreglos institucionales que aseguren que la planificación monetaria se revele como el instrumento fundamental en la administración de las divisas del Estado. Todo ello permitiría lograr una mayor institucionalización de las políticas monetaria y cambiaria en Cuba y su interrelación con la política fiscal.
8. El nuevo diseño de asignación de las divisas debe complementarse con el perfeccionamiento del mecanismo de coordinación macroeconómica actual, incorporando un espacio relativo a la política cambiaria y en particular al funcionamiento de los controles, donde participen las instituciones relevantes, con el propósito de lograr una retroalimentación que permita ir perfeccionando los mecanismos de asignación, regular el funcionamiento del mercado, evaluar la efectividad de los controles e ir definiendo el tránsito hacia un esquema más efectivo.

## **RECOMENDACIONES**

1. Profundizar en el estudio del marco institucional necesario para el funcionamiento del mercado de cambios en Cuba y en especial, lo relativo a las regulaciones, incentivos, penalizaciones y supervisión.
2. Realizar estudios sobre los aspectos microeconómicos del funcionamiento del mercado interbancario de divisas y ahondar en los elementos técnicos.
3. Estudiar en futuras investigaciones cómo se articularían los elementos de la política fiscal en el desarrollo de un mercado cambiario en Cuba.

## BIBLIOGRAFÍA

1. Abbas, A. (2004). Evaluating the Success of Malaysia's Exchange Controls (1998-99). *Working Paper Number 113*.
2. Adams, C., & Greenwood, J. (1985). Dual Exchange Rate Systems and Capital Controls: An Investigation. *Journal of International Economics* 18(18), 43-63.
3. Avellán, L. (2005). Essays on multiple exchange rate systems.
4. Banco Central de Cuba. (2011). Circular No. 5/2011 de la Dirección General de Tesorería.
5. Banco Central de Cuba. (2011a). Resolución No. 91/ 2011. La Habana.
6. Banco Central de Cuba. (2011b). Acuerdo No. 30/2011 del Comité de Política Monetaria. La Habana.
7. Banco Central de Cuba. (2012a). Carta Circular No. 3/2012 de la Dirección General de Tesorería. La Habana.
8. BCC. (2005). Acuerdo 15 del Comité de Política Monetaria del BCC.
9. BCC. (2008). Instrucción No. 6. *Procedimiento para la tramitación de instrumentos bancarios para operaciones en divisas con pagos garantizados por la Cuenta Única (cuentas CF)*.
10. BCC. (2009). Carta del Vicepresidente Primero del BCC a presidentes de bancos, vicepresidentes del BCC y viceministros de OACE. *Sobre la creación y regulación de las cuentas FP*.
11. BCC. (2010 ). Resolución No. 86.
12. BCC. (2011). Acuerdo 30 del Comité de Política Monetaria del BCC.
13. BCC. (2012). Carta Circular No. 2 del BCC. *Tasas de interés activas para créditos en pesos cubanos aplicables a personas naturales y jurídicas*.
14. BCC. (2012). Resolución No. 17. *Normas para la importación y exportación de MLC por personas naturales*.
15. BCCR. (2007). Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado .
16. BCRA. (2015, Diciembre 17). Comunicación "A" 5850. *Mercado Único y Libre de Cambios*.
17. BCV. (2016, Marzo 9). Convenio Cambiario N°35. *Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela No. 40.865*.
18. Briones, L. (2015, Septiembre). Operaciones de Regulación Monetaria, Cambiaria y Crediticia. *Presentación BCRA*. La Habana: Gerencia Principal de Operaciones de Mercado. Banco Central de la República de Argentina.

19. Calzado, Y., & Roselló, D. (2015). Desarrollo de los Mercados Financieros: Lecciones para Cuba. *Revista del BCC*, No. 1.
20. Collins, S. (1991). Multiple Exchange Rates, Capital Controls, and Commercial Policy. In R. Dornbusch, & F. L. Helmers, *The Open Economy: Tools for Policymakers in Developing Countries*. (pp. 128-164). EDI Series in Economic Development.
21. Cooper, R. (1999). Should Capital Controls be banished? *Brookings Papers on Economic Activity*(1), 89-141.
22. Cuddington, J. (1986). Capital Flight: Estimates, Issues and Explanations. *Princeton Studies in International Finance*(58).
23. De la Torre, A., & Ize, A. (2013). La Unificación del tipo de Cambio: El caso cubano. (C. C. Foreign Policy at Brookings, & U. d. Habana, Eds.) Banco Mundial.
24. Delgado, F., & Vargas, J. R. (1991). *El déficit cuasifiscal de la banca central en Costa Rica: 1985-1989*. Santiago de Chile: CEPAL.
25. DeLong, B. (2013, Nov 20). *Washington Center for Equitable Growth*. Retrieved from Olivier Blanchard Speaks Delphicly on Managing International Capital Flows: [www.equitablegrowth.org](http://www.equitablegrowth.org)
26. Díaz, R. (2003). EL control de cambios en el Uruguay (1930-74). *Revista de la Facultad de Ciencias Empresariales y Economía. Universidad de Montevideo.*, 114-134.
27. Doimeadiós, Y. (2011). El crecimiento económico en Cuba. Un análisis desde la productividad total de los factores. *Instituto de Investigaciones económicas: CEPAL*. Mexico, DF.
28. Doimeadiós, Y., Hidalgo, V., Licandro, G., & Licandro, J. A. (2011). *Políticas Macroeconómicas en economías parcialmente dolarizadas. La experiencia internacional y de Cuba*. Montevideo, Uruguay: ZonaLibro.
29. Dornbusch, R. (1986). Multiple Exchange Rates for Commercial Transactions. 143 - 174. National Bureau of Economic Research.
30. Dunn, R. (2002, September/October). The Misguided Attractions of Foreign Exchange Controls. *Challenge*, 45 (5), 98-111.
31. Edwards, S., & Rigobon, R. (2009). Capital Controls on inflows, exchange rate volatility and external vulnerability .
32. Esquenazi, A. (2012). Propuesta de Esquema Cerrado de Financiamiento en Divisas para el Ministerio de Ciencia, Tecnología y Medio Ambiente. *Tesis de Diploma*. Facultad de Economía. Universidad de La Habana.
33. FIEL. (1989). *El Control de Cambios en la Argentina. Liberación cambiaria y crecimiento*. Argentina: Ediciones Manantial.
34. FMI. (2014). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* . International Monetary Fund.

35. FMI. (2016). *Argentina. Evolución económica. Informe País del FMI. No.16/69*. FMI.
36. FMI. (2016, septiembre 30). El FMI adopta una nueva cesta del DEG que incluye el renminbi chino y determina las nuevas cantidades de cada moneda. *Comunicado de prensa No. 16/440*.
37. Friedman, I. (1959). El Control de Cambio. *Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos*.
38. García, U. (2014). Control de Cambios y el Sistema de Cambios Múltiples en Uruguay: 1931-1959. *Serie Documentos de Trabajo*(DT 18/2014).
39. Garrigues . (2016, julio 12). SAFE Circular 16- Latest Reform on the Foreign Exchange Settlement under Capital Accounts. [www.garrigues.com](http://www.garrigues.com).
40. Gibson, Dunn & Crutcher's . (2014, mayo 20). China adopts fundamental changes in Foreign Exchange Control.
41. Guerra, J., & Olivo, V. (2009). La crisis económica global y su impacto en América Latina.
42. Guerra, J., & Olivo, V. (2009). La crisis global y su impacto en Venezuela. *América Latina: respuestas frente a las crisis*.
43. Guerra, J., & Pineda, J. (2000). Trayectoria de la Política Cambiaria en Venezuela. *Banco Central de Venezuela*.
44. Guevara, G. (1999). Política Monetaria del Banco Central: Una Perspectiva Histórica. *Estudios Económicos*(No. 5).
45. Guzman, M., & Stiglitz, J. (2016, Enero 29). Argentina's Uncertain Prospects. *Project Syndicate*.
46. Hernández, C. (2003). *La experiencia venezolana con los controles de cambio*. Informe Económico Mensual Bancaribe.
47. Hernández, E. (2011). La elección cambiaria. Propuesta para Cuba. *Tesis de Doctorado*. La Habana: Facultad de Economía. Universidad de la Habana.
48. Hidalgo, V. (2008). De la dolarización a la unificación monetaria en Cuba. *Economía y Desarrollo, Vol 143*(No. 1).
49. Hidalgo, V. (2016). Políticas Macroeconómicas en Cuba: un enfoque institucional . In V. H. Mario Bergara, *Transformaciones económicas en Cuba: una perspectiva institucional* (pp. 79-120).
50. Hidalgo, V., & Doimeadiós, Y. (2003). Dualidad monetaria en Cuba: causas e implicaciones de política económica. *Gestión en el Tercer Milenio*, 53-62.
51. Hidalgo, V., & Doimeadiós, Y. (2016, octubre-diciembre). Sostenibilidad fiscal. Prioridad en la agenda de transformaciones del modelo económico cubano. *Investigación Económica, Vol. LXXV*(Núm. 298).

52. Hidalgo, V., & Pérez, C. (2010). Estabilidad y política monetaria en la economía cubana. *Revista del Banco Central de Cuba*, 10-21.
53. Hinojo, P., & Martínez, M. A. (2010). La Supervisión de Tipos de Cambio del Fondo Monetario Internacional. *ICE*(No. 855), 69-81.
54. HSBC. (2011, December ). HSBC's Emerging Markets Currency Guide 2012.
55. Huang, G., & Yuk-Pang, C. (1996, October). Unification of China's Foreign Exchange Rates. *Contemporary Economic Policy*, Vol. 14(No. 4 ).
56. Iuretich, S. (2013). The free movement of capital and the future of financial services market in the EU: recent developments in the context of Economic Monetary Union (EMU) and in light of the possible implementation of a (EMU) and in light of the possible implementation of a. *Master Thesis. European Business Law*.
57. James, K., & Wandschneider, K. (2013). Capital Controls and Recovery from the Financial Crisis of the 1930s. (T. U. Warwick, Ed.) *Working Paper Series*(No. 132).
58. Jikang, Z., & Yuanyuan, L. (2006). The Institutional and Structural Problems of China's Foreign Exchange Market & Implication for the New Exchange Rate Regime. *China: An International Journal*, Volume 04(Issue 01).
59. Kamin, S. (1991). Argentina's experience with parallel exchange markets: 1981-1990. *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers*(No. 407).
60. Karacadag, C., Sundararajan, V., & Elliott, J. (2003). Managing Risks in Financial Market Development: The Role of Sequencing. *IMF Working Paper*.
61. Kaufmann, D., & O'Connell, S. A. (1999). The Macroeconomics of Delayed Exchange Rate Unification: Theory and Evidence from Tanzania. *Policy Research Working Papers*. World Bank.
62. Krugman, P. (1991). External Shocks and Domestic Policy Responses. In R. Dornbusch, & F. L. Helmers, *The Open Economy: Tools for Policymakers in Developing Countries*. (pp. 54-79). EDI Series in Economic Development.
63. Krugman, P. (1998). An Open Letter to Prime Minister Mahathir from Paul Krugman. [http://www.wright.edu/~tdung/krugman\\_fortune.htm](http://www.wright.edu/~tdung/krugman_fortune.htm).
64. Krugman, P. (1998). Saving Asia: It's Time to Get Radical: The IMF Plan Not Only Has Failed to Revive Asia's Troubled Economies But Has Worsened The Situation. It's Now Time for Some Painful Medicine. [http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune\\_archive/1998/09/07/24/index.htm](http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/1998/09/07/24/index.htm).
65. Krugman, P., & Obstfeld, M. (2001). *Economía Internacional*. Pearson Educación.
66. Lage, C. (2016). Esquema General de Política monetaria en el nuevo escenario de la economía cubana. *Tesis presentada en opción al grado de doctor en ciencias económicas*. Facultad de Economía. Universidad de la Habana- BCC.

67. Lagunilla, A. (1952). El control de cambios. *Revista de Comercio Exterior*, Año 2(Número 5).
68. León, J. (2015). Marco de consistencia para el análisis y evaluación de la estabilidad monetaria en la economía cubana. *Tesis presentada en opción al grado científico de Máster en Economía*. Universidad de la Habana-CEEC.
69. Liendo, H., & Marti, E. (2006). ¿Hay control de cambios? <http://www.liendo.com.ar/publicaciones>.
70. Martijena, F. (2015, Septiembre). Aspectos de la macroeconomía de Argentina. *Presentación BCRA*. La Habana: Gerencia de Análisis Económico y Financiero. Banco Central de la República Argentina.
71. Masson, P., Dobson, W., & Lafrance, R. (2008). China's Integration into the Global Financial System. *Bank of Canada Review*.
72. MEP. (2016). Instrucción No. 1. *Procedimiento para la elaboración, aprobación y ejecución de los Esquemas Cerrados de Financiamiento en Divisas*.
73. Murillo, M. (2010). *Informe sobre los resultados económicos del 2010 y el plan económico y social para el año 2011 presentado en Sexto Período Ordinario de Sesiones de la Séptima Legislatura de la Asamblea Nacional del Poder Popular*.
74. Nayyar, D. (2000). Capital Controls and the World Financial Authority:What Can We Learn from the Indian Experience? *CEPA Working Paper Series III*(Working Paper No. 14).
75. Neely, C. J. (1999). An Introduction to Capital Controls. *Review. Federal Reserve of St. Louis* , 13-30.
76. Nenovsky, N., & Dimitrova, K. (2007). *Exchange Rate Control in Bulgaria in the Interwar Period: History and Theoretical Reflections*. Discussion Papers, Bulgarian National Bank.
77. Nenovsky, N., Pavanelli, G., & Dimitrova, K. (2007). Exchange rate control in Italy and Bulgaria in the interwar period. History and Perspectives. *Revista Dialogo*(3), 1-28.
78. Nguyen, T. P., & Nguyen, D.-T. (2010). Vietnam's Exchange Rate Policy Implications for its Foreign Exchange Market, 1986-2009. Australia: Griffith Business School (AFE), Griffith University.
79. ONEI. (2016). Anuario estadístico de Cuba 2015. Oficina Nacional de Estadísticas e Información.
80. Ostry, J., Ghosh, A., Habermeier, K., Laeven, L., Chamon, M., Qureshi, M., et al. (2011). Gestión de la entrada de capitales: ¿qué herramientas usar? (CEMLA, Ed.) *Boletín*, LVII(3), 138-174.
81. PBOC. (2008). China: the evolution of foreign exchange controls and the consequences of capital flows. *BIS Paper No.44, People's Bank of China*, 143-151.

82. Pellicer, M. (1992). Los Mercados Financieros Organizados en España. (nº 50).
83. Pérez, C. (2011). Esquema de Política Monetaria para el segmento de la población de la economía cubana. *Tesis presentada en opción al grado científico de Doctor en Ciencias Económicas*. Facultad de Economía. Universidad de La Habana- BCC.
84. Pérez, C. (2016, noviembre). Retos de la Planificación en la Actualización del Modelo Económico Cubano. *Presentación Conferencia Magistral Evento Científico "Raúl León Torras"*. La Habana.
85. Pesce, M. A. (2011, Agosto). Normativa cambiaria aplicable y características con que opera el mercado de cambios argentino en materia de transferencias de fondos desde y hacia el exterior. *Documentos de Trabajo. Investigaciones Económicas*(53). (BCRA, Ed.)
86. Quiñones, N. (2012). El déficit externo de Cuba en 1990-2009: Un análisis desde la sostenibilidad. *Tesis en Opción al Grado Científico de Doctor en Ciencias Económicas*.
87. Rajan, R. (1998). Restraints on Capital Flows: What are they? *IPS WORKING PAPERS*(No. 3).
88. Ramírez, B. (2013). New Allocation System in Venezuela's Foreign Exchange Control. *Occam News. Monthly Bulletin of the Eniac Group on Money Laundering and Terrorism Financing Prevention*.
89. Rodríguez, J. L. (2016, febrero 13). Cuba: El desbalance financiero externo y la importancia de la reducción en los últimos años. [www.cubadebate.cu](http://www.cubadebate.cu).
90. Sánchez, J. M. (2011, Junio 24-25). La Relación Crecimiento Económico y Sector Externo, una evaluación de la dinámica entre las presiones coyunturales y las distorsiones endémicas" Reporte Parcial. *Taller Anual. "Desarrollo Económico en Cuba, visiones y retos"*.
91. Serrano, A., & Navarro, F. (2016, Julio 22). *Informe Económico: Consecuencias de la liberalización cambiaria en Argentina en la era Macri*. Centro Estratégico Latinoamericano de Geopolítica (CELAG).
92. Shen, J.-G. (2001). China's Exchange Rate System after WTO Accession: Some Considerations. *Bank of Finland. Institute for Economies in Transition. BOFIT*.
93. Stacey, J., & Sanger, C. (2012). Capital and exchange controls: limitations and implications. *Slaughter and May*, <http://www.slaughterandmay.com/media/1940058/capital-and-exchange-controls-limitations-and-implications.pdf>.
94. Stockman, A. C., & Hernández, A. (1985). Exchange Controls, Capital Controls and International Financial Markets. *NBER Working Paper* .
95. Tamirisa, N. (1998). Exchange and Capital Controls as Barriers to Trade. *IMF Working Paper*(WP/98/81).

96. Texeira, E. (2003). Brazilian Foreign Exchange Controls pertaining to International Trade. *Institute of Brazilian Business and Public Management Issues – IBI*.
97. Torres, R. (2011). La actualización del modelo económico cubano: continuidad y ruptura. *Revista Temas*.
98. Triana, J., & León, J. (2014). Toward currency and monetary unity. *Cuba Study Group*(No. 23).
99. Vidal, P. (2008). Política Monetaria y Dualidad Monetaria. *Miradas Economía*, 31-42.
100. Vidal, P., & Everleny, O. (2014). La reforma monetaria en Cuba hasta el 2016: entre la gradualidad y “big bang”. *Espacio Laical*(1), 35-47.
101. Vidal, P., & Fundora, A. (2008). Relación comercio-crecimiento en Cuba: estimación con el filtro de Kalman. *Revista de la CEPAL*(94), 102-120.
102. Wee, V. (1998). Responding to the Economic Crisis in Malaysia. *OECD Symposium on Structural Aspects of the East Asian Crisis*.
103. Xiaolian, H. (2007). Estrategia de la reforma en China. *Finanzas & Desarrollo*, 36-37.
104. Xiaoqin, E. (2004). A Note on Dual/Multiple Exchange Rates. (A. D. Bank, Ed.) *Economics and Research Department Policy Brief*(No. 26).
105. Yianni, A., & DeVera, C. (2010). The Return of Capital Controls? *Law and Contemporary Problems*, Vol. 73:357, 357-371.
106. Yongzhong, W. (2009). Liberalization of Foreign Exchange Controls: Japan's Experiences and Its Implications for China. *Nikkei Asia Scholarship Research Report*.
107. Zhao, M. (2006). External Liberalization and the Evolution of China's Exchange System: an Empirical Approach. *The World Bank Beijing Office*.

## ANEXOS

### Anexo 1. Artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI

#### EL ARTÍCULO IV DEL CONVENIO CONSTITUTIVO DEL FMI (Enmendado en 1976)

##### Artículo IV.—Obligaciones referentes a regímenes de cambios

###### Sección 1. *Obligaciones generales de los países miembros*

(...) Los países miembros se comprometen a colaborar con el Fondo y entre sí para establecer regímenes de cambios ordenados y promover un sistema estable de tipos de cambio. En particular, todo país miembro:

- i) hará lo posible, teniendo debidamente en cuenta sus circunstancias, para orientar sus políticas económicas y financieras hacia el objetivo de estimular un crecimiento económico ordenado con razonable estabilidad de precios;
- ii) procurará acrecentar la estabilidad fomentando condiciones fundamentales y ordenadas, tanto económicas como financieras, y un sistema monetario que no tienda a producir perturbaciones erráticas;
- iii) evitará manipular los tipos de cambio o el sistema monetario internacional para impedir el ajuste de la balanza de pagos u obtener ventajas competitivas desleales frente a otros países miembros, y
- iv) seguirá políticas cambiarias compatibles con las obligaciones a que se refiere esta Sección.

###### Sección 2. *Regímenes generales de cambios*

- a) [Obligación de declarar el régimen cambiario]
  - b) [Libertad de elección del régimen cambiario, a excepción de un patrón oro]
- (...)

###### Sección 3. *Supervisión de los regímenes de cambios*

- a) El Fondo supervisará el sistema monetario internacional a fin de asegurar su buen funcionamiento, y vigilará el cumplimiento por cada país miembro de sus obligaciones conforme a la Sección 1 de este Artículo.
- b) A fin de desempeñar sus funciones según el apartado a), el Fondo ejercerá una firme supervisión de las políticas de tipos de cambio de los países miembros y adoptará principios específicos que sirvan de orientación a todos ellos con respecto a esas políticas. Los países miembros proporcionarán al Fondo la información necesaria para ejercer esa supervisión y, a solicitud del Fondo, le consultarán sobre sus políticas de tipos de cambio (...).

###### Sección 4. *Paridades: posibilidad de restablecer un sistema de paridades fijas ajustables*

Fuente: FMI, Convenio Constitutivo. Versión 2010.

**Anexo 2. Estimación de efectividad de los controles.**

En Dornbusch (1986) se propone una metodología de estimación de un índice de efectividad de la protección, o sea de efectividad de los controles, en caso de aplicación de tipos de cambio múltiples. En este estudio el autor define la tasa efectiva de protección como el porcentaje excedente de valor agregado doméstico respecto al internacional en una actividad en particular. Para ello identifica una tasa de cambio media de la economía ( $e$ ) y la protección o impuesto ( $\tau$ ) de cada actividad es medida relacionando cada tasa particular con dicho promedio ( $e_i/e$ ).

$$e = \frac{e_m + e_x}{2} \quad (1)$$

$$\tau = e_i/e \quad (2)$$

Por lo que, las exportaciones e importaciones que presentaban una elevada tasa relativa, reflejaban subsidios implícitos o una relativa protección de los mercados internacionales respectivamente. Por tanto, la efectividad dependía de los diferenciales de tasas aplicados a bienes finales e insumos y de los diferenciales entre bienes finales y el promedio de la economía.

Una estimación de este indicador para Argentina entre los años 1968 y 1983 mostraba que la industria de salchichas se beneficiaba de un 33,3% de la tasa efectiva de protección, pues aun cuando el tipo de cambio de los bienes finales era solo 10% por encima de la media, los insumos se beneficiaban de una tasa 23% por debajo de la media. Finalmente, esta industria de manera combinada recibía una protección cambiaria de un 33% que representaba un significativo subsidio implícito (Dornbusch, 1986).

### Anexo 3. Aplicación de controles de cambio y de capitales en Malasia para enfrentar la crisis asiática.

En 1998 de Malasia se contrajo un 2,8% en el primer trimestre y un 6,8% en el segundo. La crisis en Malasia comenzó con la depreciación de la moneda doméstica (*ringgit*). La caída del tipo de cambio y el colapso del mercado bursátil, golpeó fuertemente los negocios. El sistema financiero fue afectado por el incremento de las quiebras mientras que se inflaron las deudas extranjeras.

La debilidad y volatilidad del *ringgit* trajo como consecuencia el incremento de los precios domésticos debido al aumento de los costos de importación de los bienes intermedios, el incremento del valor de la deuda externa, desincentivo a la inversión privada doméstica y empeoramiento de las perspectivas de crecimiento económico.

En septiembre de 1998 el Gobierno impuso un régimen de control cambiario de dos puntas que incluía controles de capitales y controles de cambio:

- i. Para prevenir el comercio de la moneda doméstica: se restringió la exportación por individuos y empresas de *ringgit* por no más de RM 1000. Los residentes podrían exportar hasta el equivalente a RM 10000 en monedas extranjeras, mientras que los no-residentes podrían importar cualquier monto de moneda extranjera y luego exportar la misma cantidad. Los nacionales de Malasia podrían exportar más de RM 10000 para transacciones no relacionadas al comercio ni la inversión extranjera siempre con la aprobación previa del banco central.
- ii. Para reducir la volatilidad del mercado bursátil: se impuso para los no-residentes la obligación de mantener por un período de un año los activos en *ringgit* y mantener sus cuentas en el exterior.

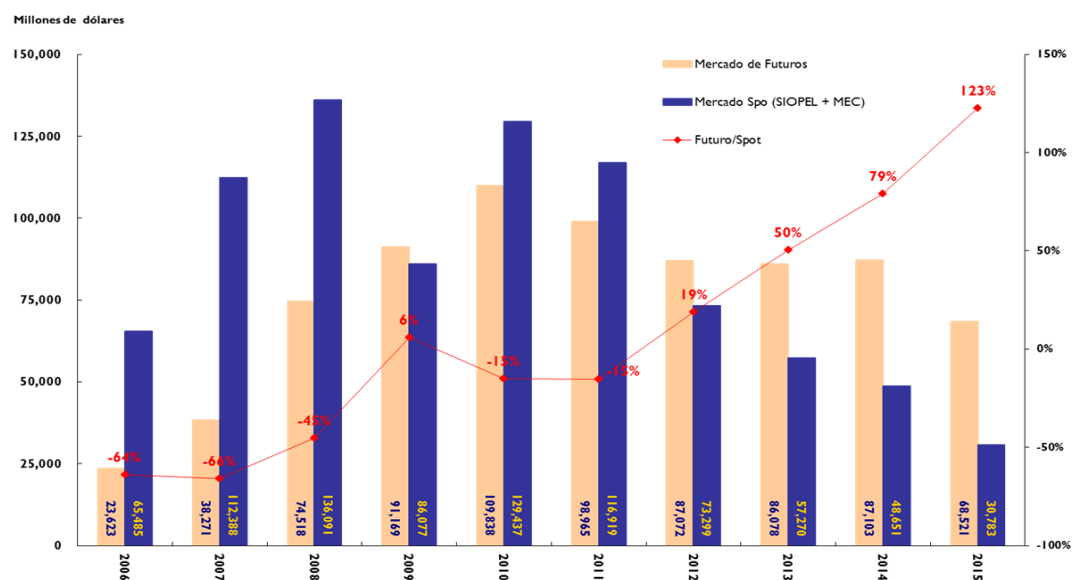
Al mismo tiempo se revaluó en un 10% el tipo de cambio fijándose en 3,8RM/US.

A continuación una tabla resumen de las principales medidas de control impuestas en Malasia:

| Fecha   | Flujos afectados                                       | Medidas                                                                                                                                                                                          |
|---------|--------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 4-8-97  | Transacciones del sistema bancario                     | Se impuso un techo de 2 millones de dólares por cliente extranjero para los bancos no comerciales a las transacciones <i>swap</i> relacionados con la oferta de <i>ringgit</i> .                 |
| 28-8-97 | Transacciones del mercado bursátil                     | Se impuso un techo a una lista de valores prohibidos.                                                                                                                                            |
| 1-9-98  | Transacciones del mercado de <i>ringgit offshore</i> . | Todas las compras y ventas de activos financieros en <i>ringgit</i> requerían ser transadas a través de instituciones de depósitos autorizadas.                                                  |
| 1-9-98  | Portafolio de inversión                                | Requerimiento de aprobación para todos los residentes para invertir en el exterior.<br>Límites de exportación de moneda extranjera por residentes y hasta un monto a importar por no residentes. |

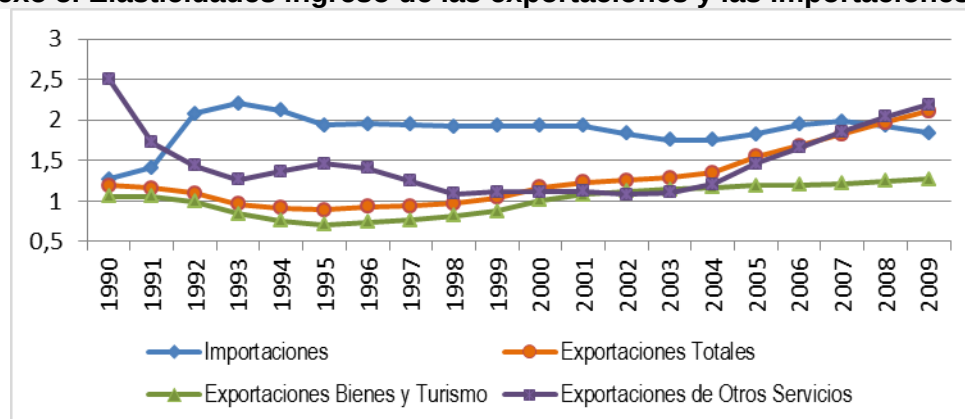
Fuente: Elaboración propia a partir de Wee (1998) y Abbas (2004)

#### Anexo 4. Evolución del volumen spot y a futuro del mercado de cambios argentino



Fuente: Tomado de Briones (2015).

### Anexo 5. Elasticidades ingreso de las exportaciones y las importaciones



Fuente: Tomado de Quiñones (2012)..

#### **Anexo 6. Principios de funcionamiento de la Cuenta de Financiamiento Central**

- Concentrar los aportes de CUC de los organismos o entidades nacionales después de cubrir los requerimientos en CUC de las entidades estatales que forman parte de sus sistemas; los aportes de los negocios conjuntos que patrocinan si constituyen excedentes después de cubrir los requerimientos en CUC de las entidades estatales de sus sistemas; los impuestos y otras contribuciones que se pagan en CUC según la legislación fiscal vigente e ingresos de operaciones externas no asociadas a aportes de los organismos.
- Asignación de financiamiento central, que incluye créditos que garantizará y pagará la Cuenta de Financiamiento Central; CUC para pagos internos y CUC para compra de divisas.
- Los aportes de las entidades estatales y de los negocios con capital extranjero, así como otros ingresos serán a nivel de Organismo y a nivel de Consejos de Administración Provincial; los ingresos por impuestos y otras recaudaciones se recibirán de la Oficina Nacional Tributaria a través del Sistema Bancario Nacional.
- La asignación de financiamiento central será a nivel de organismo y de Consejos de Administración Provincial. Los Ministros, Jefes de entidades nacionales y los Presidentes de los Consejos de Administración Provincial son los responsables de cumplir a partir del Plan aprobado con las obligaciones de aportes a la Cuenta de Financiamiento Central, de las entidades estatales y de los negocios conjuntos (entidades con participación de capital extranjero) que forman parte su sistema.
- Los Ministros, Jefes de entidades nacionales y los Presidentes de los Consejos de Administración Provincial son los responsables de redistribuir, a partir del Plan aprobado, las asignaciones de financiamiento central ya sean CUC o capacidades de financiamiento (créditos) que garantizará y pagará la Cuenta de Financiamiento Central; así como controlar la utilización de esas asignaciones.
- Una unidad organizativa adscrita al Banco Central de Cuba (sucursal) tendrá a su cargo las funciones de recibir y controlar el cumplimiento por los organismos de los aportes, y de los restantes ingresos que debe recibir la Cuenta de Financiamiento Central, según las cifras aprobadas en el Plan y de ejecutar las asignaciones de CUC y de capacidades de financiamiento que se garantizan centralmente.

## **Anexo 7. Estructura tipo de un Reglamento del Mercado de Cambios**

### **CAPÍTULO I. OBJETIVO**

Se plantea que el objetivo de reglamento es establecer las normas que regulan las operaciones de compra y de venta de monedas extranjeras al contado con pesos cubanos (supone contexto de unificación monetaria) en el mercado cambiario nacional y a los participantes.

### **CAPÍTULO II. ENTIDADES AUTORIZADAS A PARTICIPAR**

Se establecen los requerimientos de participación de las entidades en el mercado cambiario, la información que deberán suministrar, la política de intermediación cambiaria y el ente fiscalizador.

### **CAPÍTULO III. PARTICIPACIÓN DEL BANCO CENTRAL EN EL MERCADO**

Se establecen las normas de participación del Banco Central en el mercado, el tipo de cambio de intervención y su relación con el régimen cambiario, el sistema de publicación del tipo de cambio de referencia.

### **CAPÍTULO IV. CONTROL DE LOS INGRESOS EN DIVISAS**

Se fundamenta las normas de control cambiario, las que quedan explicadas además en la norma cambiaria única establecida.

### **CAPÍTULO V. OPERACIÓN DE LAS CASAS DE CAMBIO**

Se regula el funcionamiento de las casas de cambio y se plantean los requisitos específicos para dichas entidades.

### **CAPÍTULO VI. SANCIONES**

Se establecen las disposiciones legales, en materia cambiaria, aplicables a las infracciones en este orden. Se plantea el procedimiento a seguir en estos casos y se define el órgano competente para aplicar la sanción. Se fundamentan los tipos de sanciones y la situación en que cada tipo procede.

*Fuente: Elaboración propia a partir del Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado del Banco Central de Costa Rica.*

## **Anexo 8. Propuesta de flexibilización de los márgenes comerciales que aplican los bancos comerciales a sus clientes en las operaciones cambiarias**

### *Diagnóstico de la aplicación de márgenes comerciales en el sistema financiero cubano:*

Con respecto a los márgenes comerciales a aplicar por los bancos y CADECA para formar las tasas de compraventa de monedas, existe una diferenciación entre las operaciones en efectivo y no efectivo, con un mayor margen para las transacciones en efectivo. Además, las operaciones cambiarias realizadas en aeropuertos, hoteles y polos turísticos tienen márgenes mayores, lo que se corresponde con la práctica internacional. En el sistema financiero se utilizan distintos márgenes comerciales en las operaciones cambiarias, de acuerdo a lo establecido por el BCC, fundamentalmente mediante la Carta del VJB-S-134/2005, la Instrucción No. 8/2005, Acuerdo 157/2008 del Consejo de Dirección, entre otros. Según dichas disposiciones los márgenes comerciales se aplican de la siguiente forma:

- » 3% para las transferencias en cuentas de personas naturales y jurídicas, excepto BICSA, BEC y BNC que aplican un 1% a las personas jurídicas.
- » 3,25% en las operaciones en efectivo (ventanilla), excepto en las operaciones en efectivo en cuentas en USD de las personas jurídicas donde se aplica 1%.
- » 4% en aeropuertos, hoteles y polos turísticos.
- » 1% adicional los sábados, domingos y días feriados.
- » 3% en ATM y TPV.

La aplicación de dichos márgenes ha garantizado a los bancos comerciales y CADECA, cubrir las variaciones de tipos de cambio, así como un tratamiento homogéneo para las operaciones de ventanilla.

### *Propuesta de flexibilización y homogenización en la aplicación de márgenes comerciales en el sistema financiero cubano:*

La nueva política de aplicación de márgenes comerciales en la formación de tasas de cambio se orienta a las operaciones cambiarias que realizan los bancos comerciales y CADECA.

1. El BCC publicará el tipo de cambio del peso cubano respecto a las monedas extranjeras.
2. El BCC fijará un límite máximo respecto al tipo de cambio publicado por la autoridad monetaria a los márgenes comerciales a aplicar por los bancos comerciales y CADECA (1%) tanto para personas naturales como jurídicas.
3. La aplicación de los márgenes comerciales será de forma simétrica tanto para la compra como la venta de divisas, con el objetivo de evitar acciones de arbitraje.
4. Los hoteles, puertos, aeropuertos, así como en días feriados y fines de semana, adicionarán hasta un 4% a las tasas de cambio publicadas por el BCC.

La presente variante resultaría más adecuada que la actual pues les concedería a las instituciones financieras mayor flexibilidad, un mejor ajuste a las características de sus operaciones y los requerimientos de los clientes. Contribuye también a homogenizar los márgenes comerciales por operaciones y no por tipo de cliente, dándole autonomía a las instituciones financieras para establecer sus propios precios.