

OBJETIVOS DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA Y TÍTULOS DEL BANCO CENTRAL

MSc. Carlos Enrique González García, BCC

Lic. Madelaine Alfonso Lastres, BCC

INTRODUCCIÓN

Los Lineamientos del VIII Congreso del Partido plantean la necesidad de desarrollar los mercados financieros, especialmente un Mercado de Deuda Pública. Adicionalmente se ha creado un grupo de trabajo gubernamental para darle continuidad a esta tarea.

Además de las ventajas tradicionales que representa un Mercado de Deuda Pública profundo y desarrollado, en el caso de Cuba su importancia es mayor, pues constituiría una forma de financiar al Presupuesto del Estado con dinero ya existente en la economía y sin necesidad de nuevas emisiones monetarias.

Sin embargo, desde finales de 2019, este proceso de desarrollo de un Mercado de Deuda Pública se encuentra detenido. Las causas principales se encuentran en las profundas distorsiones fiscales existentes y los altos niveles de déficit fiscal actuales.

Esta combinación plantea una importante contradicción. Por un lado, las altas emisiones asociadas a los déficits fiscales hacen muy necesario la existencia de un Mercado de Deuda Pública. Por otro, sin transformar profundamente las tasas, plazos y alcance de los títulos emitidos por el Gobierno, sería imposible el desarrollo de este tipo de mercado; pero estas transformaciones serían insostenibles para el fisco, dado los altos niveles de los déficits actuales.

Esta situación obliga a que el desarrollo de un mercado de deuda del gobierno, solo sea posible cuando se lleve a cabo una profunda transformación fiscal, principalmente encaminada a la disminución de los déficits y los términos de los títulos emitidos por el fisco, lo cual requiere tiempo.

Una alternativa, es lograr el objetivo que se plantea de esterilizar parte de las emisiones de los financiamientos del gobierno, a través de la emisión y venta a los

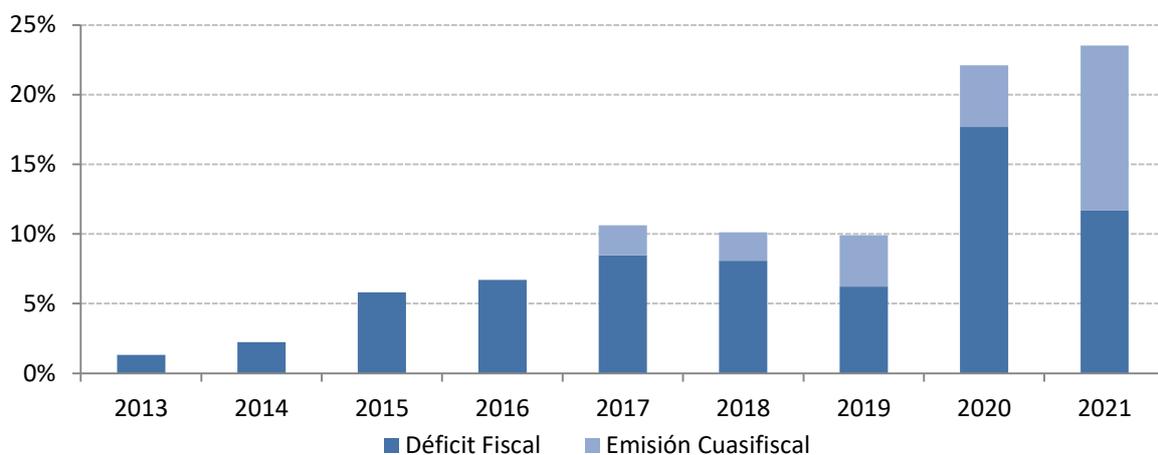
agentes económicos de títulos del Banco Central. El presente trabajo explora esta posibilidad y discute sus ventajas y riesgos.

VENTAJAS DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN CUBA.

Las transformaciones económicas implementadas a partir del 2011, han supuesto cambios importantes dentro de la economía cubana, y el sistema financiero no ha estado ajeno a los mismos.

Aunque muchas de las realizadas en el sistema financiero pueden ser caracterizadas como profundas, en los temas macroeconómicos mucho de lo avanzado se ha perdido a partir de las distorsiones presentadas en los últimos 3 años, en especial la redolarización de la economía, el aumento de los déficits fiscales y cuasifiscalidades y el deterioro de los equilibrios macroeconómicos (ver Gráfico 1).

Gráfico 1. Déficit fiscales como % del PIB



Estas deformaciones han tenido un fuerte impacto en el nivel de desarrollo de los mercados financieros y el uso de sus instrumentos. Para las condiciones actuales de Cuba es fundamental avanzar en este frente, especialmente en el desarrollo de un Mercado de Deuda Pública, que permitiría el financiamiento del Presupuesto del Estado, sin necesidad de acudir a la emisión monetaria por parte del Banco Central de Cuba.

Un Mercado de Deuda Pública es el espacio donde se negocian los títulos emitidos por los gobiernos para financiar sus desbalances entre ingresos y egresos. El principal objetivo de desarrollar este tipo de mercados es poder canalizar de forma

estable y al mínimo costo parte del ahorro existente en la economía hacia la deuda pública en moneda nacional.

A continuación, se definen las ventajas del desarrollo de un Mercado de Deuda Pública, que son válidas para el caso de Cuba:

- » Permite una asignación más eficiente de los recursos en la economía.
- » Son una base importante para que el Banco Central logre sus objetivos de estabilidad.
- » Permite una mayor eficiencia del financiamiento al gobierno y contribuye a la sostenibilidad de la deuda pública y a la disciplina fiscal.
- » Posibilita que el gobierno se pueda financiar con dinero que ya circula en la economía, sin concebir nueva emisión monetaria que genera desequilibrios.
- » Contribuye al desarrollo y profundización de otros mercados financieros.
- » Provisiona a la economía de servicios e instrumentos que les permite a los agentes hacer frente a riesgos y contingencias asociadas a sus actividades.

Estas ventajas significarían un paso de avance importante para Cuba, pero la principal razón que justifica el desarrollo del Mercado de Deuda Pública, es que posibilita que los financiamientos de los déficits fiscales se efectúen sin que sea necesaria la creación de nuevo dinero en la economía por primera vez en la economía cubana.

La no existencia de un Mercado de Deuda Pública implica que todo el financiamiento al gobierno sea asumido con emisión monetaria (ya sea primaria o secundaria). Ello significa que todo el volumen del déficit fiscal y resto de las emisiones cuasifiscales se convierten en un incremento de la cantidad de dinero existente en la economía, lo que, manteniendo los precios constantes, y sin el respaldo de un incremento consecuente del Producto, genera importantes desequilibrios como inflación reprimida, escasez, ahorro forzoso y reforzamiento de la inconvertibilidad de la moneda y las presiones inflacionarias.

El Mercado de Deuda Pública tiene dos espacios fundamentales:

- » El mercado primario, donde acude el gobierno para emitir sus bonos y financiarse mediante la venta de estos a un grupo de instituciones financieras

seleccionadas (cuyo rol se conoce como “creadores de mercado” o “market makers”).

- » El mercado secundario, donde se transan los bonos del gobierno con posterioridad. Está formado por dos niveles, un espacio mayorista en el cual los bancos y determinadas empresas transan entre ellos los títulos del gobierno, y un espacio minorista donde participan además el resto de los agentes no sofisticados de la economía.

Es importante señalar que ninguno de estos dos mercados puede existir por sí solo. Sin el funcionamiento de un mercado primario, donde se emitan los títulos por primera vez, no puede existir un mercado secundario. Por otra parte, es en este último donde se forman las tasas de interés de mercado, que a su vez sirven de referencia para las emisiones en el mercado primario.

La existencia de un precio (tasa de interés) en este mercado que refleje las condiciones de la economía, es de suma importancia. Solo con una tasa de mercado, se garantizará que los agentes de la economía tengan incentivos para adquirir los bonos del gobierno y con ello asegurar que el financiamiento del Estado se efectúe con dinero ya existente en la economía y que no se afecten los equilibrios macroeconómicos.

Es importante destacar que, aunque se desarrollen todas las acciones para la implementación de un Mercado de Deuda Pública, su funcionamiento está sujeto a que los agentes económicos demanden los títulos del gobierno en la práctica. Esto no depende solamente del nivel de las tasas de interés, sino de aspectos como la educación financiera de la población, la capacidad del sistema financiero para comercializar estos títulos y la confianza de los agentes económicos en los títulos emitidos por el Estado. Este último elemento se agrava en un entorno de dolarización y pérdida de funciones de la moneda nacional como el que enfrenta Cuba en la actualidad.

El funcionamiento del mercado requiere, principalmente, de incentivos adecuados para que tanto empresas como personas naturales estén dispuestas a invertir en bonos soberanos. En el caso de Cuba, se requiere la revisión de las tasas y plazos de los bonos soberanos que hoy emite el Presupuesto del Estado, y que constituyen la principal traba para iniciar el funcionamiento del mercado, dado que los términos

no representan un estímulo para que los agentes económicos demanden estos títulos.

La importancia del Mercado de Deuda Pública es fundamental, dado que no solo representa una opción de inversión financiera segura para los agentes económicos y una fuente de financiamiento eficiente para el Gobierno; sino que en las condiciones especiales de Cuba permitirá que, por primera vez, el financiamiento de los déficits fiscales no represente nueva emisión monetaria, como ocurre en la actualidad.

Este será un paso de avance esencial en el ordenamiento de las relaciones dentro de la economía, el mantenimiento del equilibrio monetario y la necesaria disciplina fiscal.

LIMITACIONES PARA INICIAR EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN CUBA

Como se precisó anteriormente, la implementación del Mercado de Deuda Pública consta de varias fases: primero el desarrollo de un mercado primario (al que asistirían bancos comerciales seleccionados) y luego la creación y consolidación del mercado secundario, tanto mayorista como minorista.

Se debe destacar que, un Mercado de Deuda Pública no es la compra venta administrativa de títulos del gobierno entre agentes y bancos designados de la economía a un precio fijado centralizadamente. En la actualidad, en Cuba no existe un Mercado de Deuda Pública, sino emisión de bonos soberanos que son comprados por el BCC y los bancos comerciales mediante un mecanismo de “colocación directa”.

En este sentido, y para ser demandados por los agentes económicos, los bonos emitidos por el Estado deben estar alineados con las necesidades de los futuros demandantes en el mercado secundario minorista. A este mercado concurrirán para demandar estos títulos tanto empresas, como las formas de gestión no estatal y la población en general.

El desarrollo del Mercado de Deuda Pública en Cuba, deberá abarcar a todos los agentes económicos. Aunque en los planes de desarrollo de este mercado, se plantea la incorporación inicial de las empresas del sector estatal al mercado

secundario, resulta esencial la incorporación, en un corto periodo de tiempo posterior, de las nuevas formas de gestión no estatal y las personas naturales. En este último segmento es donde existen las mayores reservas de ahorro para invertir en el Mercado de Deuda Pública.

Para que esta demanda sea efectiva en el futuro, y se cumplan los objetivos que se persiguen con el Mercado de Deuda Pública, el principal obstáculo son los términos y condiciones vigentes a los que se emiten los títulos del Estado en la actualidad, dado que no representan un incentivo para que los agentes económicos demanden estos títulos. Si no se corrige este elemento, los agentes de la economía no estarán dispuestos a demandar los bonos y no podrá formarse y funcionar apropiadamente un Mercado de Deuda Pública.

Los elementos que necesitarían ser transformados en los términos y condiciones de los bonos del gobierno abarcan los siguientes aspectos:

- » Tasas de los bonos del Estado.
- » Alcance de los plazos a los que se emite la deuda del Estado.
- » Distribución de la deuda emitida a corto, mediano y largo plazo.
- » Cantidad de Plazos a los que se emiten los bonos.
- » Pago de los cupones.

Cada uno de estos elementos relacionados a los bonos del fisco necesita transformaciones en las condiciones actuales.

No obstante, se debe tener en cuenta que transformar los términos y condiciones significarán un aumento importante de las cargas financieras que debe enfrentar el Presupuesto del Estado, y la sostenibilidad de su deuda.

Tasas de los bonos del Estado

El nivel de las tasas de los bonos que se emiten en la actualidad es el principal impedimento para el desarrollo de un Mercado de Deuda Pública en Cuba. Dado su bajo nivel, no se generan los incentivos para que los agentes económicos, que cuentan con los fondos necesarios para invertir en este mercado, demanden los títulos del Estado.

Por ello, se hace necesario un aumento significativo de estas tasas, y colocarlas por encima de las tasas pasivas de los depósitos a plazo fijo de la población en los bancos del sistema financiero. Para que los títulos del Estado sean demandados en la práctica, tienen que brindar una rentabilidad mayor que los depósitos existentes. De otra manera no habría Mercado de Deuda Pública o su desarrollo sería extremadamente limitado.

En la Tabla 1 se observa la gran diferencia existente entre las tasas que actualmente pagan los bonos del Presupuesto del Estado, y las tasas pasivas que paga el sistema financiero a las personas naturales. Estas tasas pasivas constituyen en la práctica un costo de oportunidad para el sector de la población, donde están presentes las mayores reservas de liquidez para financiar al gobierno. Para acceder a esos fondos, el Presupuesto del Estado necesitaría que los títulos que emite tengan tasas de interés mayores.

Tabla 1. Tasas por plazos de la deuda emitida en 2019 y las tasas pasivas del sistema financiero.

	1 año	2 años	3 años	5 años	7 años	10 años	15 años	20 años
Tasa actual	1,75%	1,80%	1,85%	1,95%	2,10%	2,25%	2,50%	3,00%
Tasa propuesta	4,00%	5,00%	6,00%	6,50%	-	-	-	-

En la práctica, la transformación en el nivel de tasas de los bonos del gobierno representaría un aumento significativo del costo de financiamiento para el Presupuesto del Estado, lo cual se vería agravado por el alto nivel de los déficits fiscales y de las consecuentes necesidades de financiamiento del gobierno.

La corrección de las tasas a que se emiten los títulos de deuda pública, y su consecuente aumento, es indispensable para la existencia de un Mercado de Deuda Pública. Ello significará transitar de tasas fijadas administrativamente y desconectadas de la realidad económica a tasas de mercado que reflejen las condiciones reales de la economía.

Ello aumentará sustancialmente los costos financieros del Estado, que hoy se sostienen con tasas bajas que representan una cuasifiscalidad importante y que

en última instancia son asumidas a través de emisión por el Banco Central, con efectos nocivos para los equilibrios monetarios de la economía.

Las posibilidades de reducir el aumento de los costos financieros que tendrá el Gobierno producto del incremento de las tasas de interés, dependen de acciones que aumenten la disciplina fiscal y reduzcan los montos de los déficits, niveles que se encuentran muy por encima de lo recomendado para mantener la salud financiera y monetaria de la economía.

Estas transformaciones requieren tiempo y decisión al más alto nivel de la economía, requiriendo tiempo para su implementación.

Alcance de los plazos a los que se emite la deuda del Estado

Otro de los principales elementos que influye en el desarrollo del Mercado de Deuda Pública en Cuba es el alcance de los plazos a los que se emite la deuda del Estado.

El inicio de los mercados de deuda pública en las diferentes experiencias internacionales se basa en emisiones de deuda de corto plazo. Solo en la medida que estos mercados se fueron consolidando y la demanda por los títulos de los gobiernos fortaleciéndose, comenzaron las emisiones a plazos más largos, que en algunos países han llegado a ser de 20 años, 30 años e incluso más.

En Cuba en la actualidad y durante los últimos años, sin un Mercado de Deuda Pública formado, se emitieron títulos de largo plazo, con un alcance entre los 10 y los 20 años, lo que no es congruente con el nivel de desarrollo de dicho mercado en nuestro país.

La posibilidad de reducir estos plazos es limitada, debido a que ello tensionaría las necesidades de refinanciamiento de la deuda del Gobierno y presionaría negativamente sobre su capacidad para hacer frente a la sostenibilidad de la deuda pública.

En la medida que el Mercado de Deuda Pública cubano se implemente y se consolide en el futuro, estos títulos de más largo plazo encontrarían demanda, sobre todo en aquellas empresas que, por su funcionamiento y flujos financieros, les resulta atractivo rentabilizar sus fondos a plazos largos, como son, por ejemplo, las empresas de seguros.

Sin embargo, en la actualidad ello no ocurriría, y al Gobierno le resultaría imposible encontrar inversores para estos títulos de más de 10 años, siendo necesario no emitir títulos para estos plazos. La imposibilidad de acometer esta transformación en el corto plazo, es otro importante impedimento para el desarrollo del Mercado de Deuda Pública en las condiciones actuales.

Distribución de la deuda emitida a corto, mediano y largo plazo

Adicionalmente a la emisión de bonos de largo plazo, está presente también el problema que representa la distribución de la deuda en cada uno de estos plazos, lo cual también representa una importante limitación e influye negativamente en las posibilidades de desarrollo del Mercado de Deuda Pública cubano, ante la imposibilidad en las actuales condiciones de acometer su transformación.

El 50% de la deuda emitida en el año 2019 estuvo entre los plazos de 11 y 20 años, que serían precisamente los que menos demanda encontrarían en los inicios del desarrollo del Mercado de Deuda Pública (ver Tabla 2).

Tabla 2. Distribución por plazos de la deuda emitida en 2019

	1 año	2 años	3 años	5 años	7 años	10 años	15 años	20 años
Estructura actual	5%	5%	5%	10%	10%	15%	25%	25%

Esta distribución de la emisión de los títulos del gobierno, representa una importante distorsión, pues recarga el peso de la deuda en aquellos plazos que no tendrían demanda en el desarrollo de un Mercado de Deuda Pública, al menos en el inicio del mismo.

Transformar esta estructura, pasando una parte importante de los títulos de más largo plazo a plazos más cortos, presionaría sobre la sostenibilidad de la deuda del Estado, teniendo efectos similares a los explicados en el acápite anterior, debido principalmente a los altos niveles de déficit fiscal y cuasifiscalidades existentes.

Sin embargo, su transformación también es imprescindible para el desarrollo del Mercado de Deuda Pública cubano, existiendo limitadas posibilidades de llevarla a cabo en las actuales condiciones, sin acometer transformaciones fiscales mucho más importantes y profundas.

Cantidad de Plazos a los que se emiten los bonos y pago de los cupones.

Las últimas dos transformaciones necesarias a realizar en los términos y condiciones de los títulos emitidos por el gobierno, no representan contradicciones tan importantes como las anteriores.

En la actualidad los bonos del gobierno se emiten a 20 plazos diferentes, uno por cada año. Ello no es necesario y se podrían reducir la cantidad de plazos de emisión.

Con respecto a los pagos de cupones, estos ocurren de manera trimestral, lo cual dificulta las transacciones con los mismos. Se podría reducir el cobro de los cupones a una sola vez al año, sin que ello representara una distorsión apreciable ni introdujera tensiones adicionales.

Sin embargo, estos dos aspectos tienen una importancia menor comparados con las otras tres transformaciones mencionadas con anterioridad.

De manera general, la corrección de estas trabas a la implementación y desarrollo del Mercado de Deuda Pública en Cuba constituye una necesidad. Pero dadas las profundas distorsiones fiscales existentes, centradas fundamentalmente en los altos niveles de déficit, resulta imposible desarrollar este mercado, sin solucionarlas previamente.

MERCADO DE TÍTULOS DEL BANCO CENTRAL

La alternativa en el corto plazo a las dificultades para el desarrollo del Mercado de Deuda Pública, es el desarrollo de un mercado de título del Banco Central.

El desarrollo de este mercado de títulos del Banco Central, conseguiría algunos de los objetivos del Mercado de Deuda Pública, sin necesidad de esperar a que se resuelvan las distorsiones fiscales presentes de la economía cubana.

Se lograría comenzar la creación y desarrollo de este tipo de mercados, especialmente en aspectos como:

- » Avanzar en la identificación de la base de inversores, que son esenciales para la consolidación y profundidad del mercado.
- » Ir incorporando a un mercado de títulos y de inversiones financieras a empresas, formas de gestión no estatal y el segmento de personas naturales.

- » Consolidar un mercado primario y luego un mercado secundario, tanto mayorista como minorista que sean luego aprovechados para el futuro Mercado de Deuda Pública.
- » Probar y consolidar los mecanismos contables, informáticos y operativos generales para el funcionamiento del mercado.
- » Desarrollo de una plataforma electrónica, que permita automatizar muchos de los procesos y hacer más fácil el acceso a inversores no sofisticados.

Adicionalmente, este mercado de títulos del Banco Central, permitiría avanzar en el elemento principal que se ha identificado para el desarrollo del Mercado de Deuda Pública en Cuba: la esterilización de la emisión monetaria producida por el financiamiento de los déficits fiscales.

En la actualidad, como ya se explicó, el financiamiento de los déficits directamente por el Banco Central o por los bancos comerciales provoca grandes niveles de emisión monetaria. Ello solo se podrá evitar, en la medida de que el financiamiento al gobierno se realice con dinero ya existente en la economía, y que provenga de los agentes económicos, ya sean empresas o población en general, a través de un mercado secundario de deuda pública.

Con la creación de un mercado de títulos del Banco Central, si bien no se estaría financiando al gobierno con dinero de la economía, si se estaría esterilizando parte de la emisión monetaria resultante de su financiamiento. En la práctica, el efecto sería el mismo, pues estaría retirando de la circulación de manera indirecta el dinero emitido por los déficits fiscales.

En la medida que esta esterilización sea más abarcadora y amplia, se estaría eliminando el efecto distorsionador de los déficits fiscales y de su emisión. Si ello se acompañara con una disminución de los mismos, se podría llegar a un escenario, donde la esterilización de este mercado de títulos del Banco Central, permitiera eliminar por completo la emisión monetaria del financiamiento al gobierno.

Sería la primera vez que en Cuba se financiaría al gobierno, aunque esto se logre de manera indirecta, sin que ello represente emisión primaria o secundaria. Evitar o esterilizar, los aumentos de la base monetaria o de la oferta monetaria que provocan los déficits, sería el primer paso para dotar de verdadera independencia a la política monetaria y eliminar la dominancia fiscal, que ha sido en los últimos años la

principal fuente de emisión monetaria y por tanto de las distorsiones monetarias, la inflación y la depreciación de los tipos de cambio a lo interno de la economía.

Si bien, estos objetivos solo se lograrían verdaderamente cuando se desarrolle el Mercado de Deuda Pública y el financiamiento del gobierno se haga en función de las verdaderas capacidades de la economía y no por decisiones administrativas sin fundamento en las condiciones económicas, se estaría logrando un avance previo fundamental.

Otro elemento que se puede argüir como ventaja para el desarrollo de un mercado de títulos del Banco Central como paso previo al desarrollo del Mercado de Deuda Pública, está en los aspectos de incentivos.

Por un lado, en las condiciones de desequilibrios actuales, la capacidad de pago del gobierno puede ser puesta en duda, pues la dinámica creciente de la deuda, la pone en una senda de insostenibilidad. Los agentes económicos, principalmente el sector empresarial, pero puede abarcar también a la población, podrían pensar que los bonos del gobierno que obtendrían en un Mercado de Deuda Pública, no cuentan con la seguridad adecuada. De hecho, ya con anterioridad están ocurriendo eventos de impago de los intereses de los bonos emitidos por el gobierno, si bien esto ha ocurrido solo con aquellos que están en manos del Banco Central, los agentes pueden temer que en el futuro se extienda al resto de los títulos gubernamentales. Los mercados financieros, tienen al elemento confianza como uno de sus pilares, y las condiciones fiscales actuales no ayudan a desarrollar este aspecto.

Títulos emitidos por el Banco Central, podrían transmitir una confianza mucho mayor, al menos en las condiciones actuales, al mismo tiempo que podrían tener una tasa de interés mucho más atractiva sin que ello afectara su capacidad de pago futura. Una vez que los agentes económicos se familiaricen con este tipo de inversión, y las distorsiones fiscales sean resueltas, las bases creadas por el mercado de títulos del Banco Central, podrán ser aprovechadas por el gobierno y la consolidación de su Mercado de Deuda Pública.

Por último, están los elementos operativos, que no deben ser minimizados. Dada la experiencia exitosa de desarrollo del mercado interbancario, el Banco Central cuenta con una experticia mucho mayor que Ministerio de Finanzas y Precios en el tema de desarrollo de los mercados financieros y su manejo. Contar con un

personal calificado y una estructura tecnológica mínima, es una ventaja que no debe ser minimizada, en especial en los primeros momentos de este tipo de mercados financieros.

Un elemento que representa un riesgo y debe ser tomado en cuenta, son las emisiones adicionales en que incurriría el Banco Central con el desarrollo de este mercado de títulos propios. Para que estos títulos tengan un incentivo a ser adquiridos por el sector de la población y no estatal, deben tener una tasa de interés superior a la de los depósitos a plazo fijo, como referencia, estos depósitos a un año, tienen una tasa de interés de 4%.

El pago de una tasa de interés superior a esta, representaría una emisión del Banco Central, que ascendería como mínimo a un 5%-6%, del monto retirado de la circulación. Aunque ello, aumentaría el dinero emitido a mediano plazo, se trata de montos aceptables, dado el objetivo de retirar de la circulación miles de millones de pesos emitidos sin ningún respaldo productivo y que están agravando las condiciones de desequilibrio monetario; profundizando las presiones inflacionarias, la depreciación del tipo de cambio informal, y la prevalencia de los fenómenos como la escasez y la inconvertibilidad de la moneda nacional.

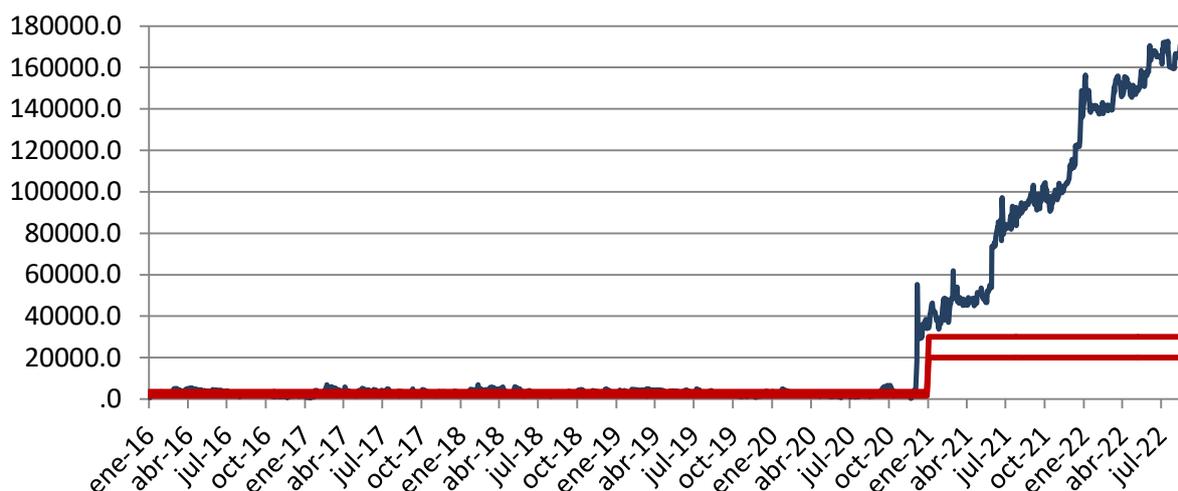
Adicionalmente, otro elemento que representaría una dificultad en el desarrollo de este mercado de títulos del Banco Central, es que ese dinero retirado de la circulación, vendría de dos fuentes, la primera el efectivo en circulación, la segunda los depósitos bancarios de los agentes económicos.

Todo dinero en circulación retirado representa una ventaja, no solo porque se limita las capacidades de demanda influyendo positivamente sobre los desequilibrios que hoy se están generando, sino que además disminuye la tensión existente actualmente en el sistema financiero con respecto al uso y manejo del efectivo, el cual tiene una disponibilidad limitada.

En el caso de que la esterilización de dinero por parte del Banco Central se haga en base a las cuentas bancarias ya existentes, es importante destacar que en esta variante también se actúa positivamente sobre los equilibrios, pero a su vez ello disminuye la liquidez interbancaria. En este aspecto, se debe destacar que hoy existen varias decenas de miles de millones de pesos cubanos de exceso de liquidez interbancaria, que son producto precisamente de los altos déficits del fisco

que a lo largo de los últimos años se han ido acumulando en las cuentas de los bancos comerciales en el Banco Central de Cuba (ver Gráfico 2). Por tanto, la disminución de la liquidez interbancaria, si bien en el largo plazo puede ser un elemento a tomar en cuenta, en el corto y mediano plazo representa una de las ventajas y objetivos a lograr de la emisión de títulos del Banco Central.

Gráfico 2. Liquidez interbancaria del sistema financiero y su nivel óptimo



Un último aspecto a tomar en cuenta con respecto a las limitaciones que puede tener la emisión de títulos de deuda por el Banco Central, es la comercialización de los mismos. Dado que la venta de estos títulos a las empresas y población afectará la liquidez de los bancos comerciales, algunos de ellos, especialmente los más grandes que tienen altos niveles de depósitos de los agentes económicos, pueden no tener incentivos adecuados para promocionar y gestionar de manera eficaz la venta de estos títulos del Banco Central.

Para subsanar este problema, se debe escoger para la comercialización de los títulos del Banco Central, una institución financiera con niveles altos de liquidez y que no esté muy expuesta a la disminución de sus depósitos, o designar una institución financiera que no recibe depósitos para llevar adelante la comercialización minorista de estos títulos, especialmente al inicio.

Una opción que podría influir positivamente en los incentivos para la comercialización desde los bancos comerciales de estos títulos, es crear equipos especiales para ello, que obtengan un porcentaje de los títulos comercializados como comisión, lo que ayudaría a generar los incentivos adecuados.

De manera general, las ventajas que se lograrían con el desarrollo de un mercado de títulos del Banco Central de Cuba y la influencia positiva que se lograría sobre las emisiones monetarias sin respaldo, representan una ventaja mucho mayor que los riesgos que pueda provocar, los cuales pueden ser eficientemente gestionados por la autoridad monetaria y el sistema financiero.

La desestimación de parte o la totalidad del dinero emitido por el financiamiento de los déficits fiscales, es un paso fundamental y esencial del tan necesario programa de estabilización macroeconómica, con el que se comience a controlar las presiones inflacionarias y los desequilibrios monetarios a lo interno de la economía cubana. Solo una política de este tipo crearía las condiciones adecuadas para que el resto de políticas que buscan la transformación productiva y el crecimiento económico sean efectivas.

CONCLUSIONES

Las conclusiones del presente trabajo son las siguientes:

- » El desarrollo de un Mercado de Deuda Pública profundo y eficiente, además de sus ventajas tradicionales, permitiría que en Cuba se financiaran los déficits fiscales sin emisión monetaria por primera vez en su historia.
- » Dadas las profundas distorsiones fiscales existentes en la actualidad, especialmente los altos niveles de déficit, resulta imposible el desarrollo de un Mercado de Deuda Pública profundo y eficaz, sin solucionarlas previamente.
- » El desarrollo de un mercado de títulos del Banco Central, permitiría crear las bases necesarias para el futuro desarrollo de un Mercado de Deuda Pública, al tiempo que se lograría esterilizar parte de las emisiones asociadas al financiamiento del Presupuesto.
- » El Banco Central cuenta con mayores ventajas para el inicio del desarrollo de este tipo de mercados financieros basado en títulos, especialmente en los aspectos operativos y de creación de incentivos entre los inversores.
- » Los riesgos de la emisión de títulos del Banco Central, especialmente la emisión adicional correspondiente al pago de intereses de los mismos, son mínimas comparadas con la ventaja que representa desde el punto de vista de

la recuperación de los equilibrios monetarios y la retirada de exceso de dinero en circulación.

- » La emisión de títulos por parte del Banco Central de Cuba, es una de las políticas que deben formar parte del necesario programa de estabilización macroeconómico que debe desarrollar la economía cubana.

BIBLIOGRAFÍA