



**UNIVERSIDAD DE LA HABANA  
FACULTAD DE ECONOMÍA**

**TESIS DE DIPLOMA**

**DETERMINANTES DE LA INCONVERTIBILIDAD DEL PESO CUBANO EN LAS  
ÚLTIMAS TRES DÉCADAS**

**Autora:** Thalía Llauger Bermúdez

**Tutores:** Dr. Carlos Lage Codorníu

MSc. Carlos Enrique González García

**La Habana**

**2022**

*A mis padres*

*A mi hermano*

## AGRADECIMIENTOS

*Este trabajo de diploma no es sólo resultado de mi esfuerzo personal. Aquí queda implícito el trabajo de muchas personas que de forma directa o indirecta han colaborado y brindado su apoyo.*

*A mis padres, por ser los pilares de mi vida y mi ejemplo a seguir. Por su apoyo incondicional, y porque todo lo que soy se lo debo a ellos.*

*A mi hermano, por ser la alegría de mi vida. Por sacarme una sonrisa en los momentos más difíciles y ser mi fuente de inspiración.*

*A mis tutores, Carlos Lage y Carlos Enrique, por sus invaluable consejos y dedicación. Gracias por la confianza y el apoyo constante.*

*A mis tíos, Yanelky y Rode, por estar ahí en todo este proceso, a pesar de la distancia.*

*A Stable, por su amistad, y por la motivación en aquellos momentos en que las musas me abandonaban.*

*A mis amigas, Lau, Thali y Rocío, por las risas compartidas, los cafés, los días de estudio, las tertulias y las fiestas.*

*A la facultad, por haberme regalado los mejores años de mi vida. Por permitirme conocer profesores tan brillantes, por enseñarme a amar la macroeconomía, por las amistades, por las fiestas y por los retos que me ha impuesto, ayudándome a ser una mejor persona. Gracias EKO.*

## RESUMEN

La presente investigación discute los factores determinantes de la inconvertibilidad del peso cubano en los últimos treinta años. Para ello, se identifican los referentes teóricos y conceptuales en torno a la convertibilidad de la moneda doméstica. Asimismo, se extraen lecciones a partir del estudio de determinadas experiencias internacionales (URSS, Rusia y Argentina) que presentan rasgos afines con los problemas de inconvertibilidad que ha enfrentado y enfrenta Cuba.

La convertibilidad parcial que se logró a mediados de la década de los noventa se ha ido deteriorando en los últimos años. En este sentido, el análisis de sus factores determinantes en un plazo de treinta años, segmentado en cinco períodos (1990-1994, 1995-2003, 2004-2008, 2009-2018 y 2019-2022) permite definir las principales causas y consecuencias de la inconvertibilidad. Finalmente, se ofrecen ideas generales de acciones dirigidas a estabilizar el entorno monetario y avanzar hacia la convertibilidad del peso cubano.

**Palabras clave:** convertibilidad, peso cubano, tipo de cambio, mercado cambiario, inflación, dolarización, economía, Cuba.

## **ABSTRACT**

The present investigation discusses the determining factors of the inconvertibility of the Cuban peso in the last thirty years. For this, the theoretical and conceptual referents around the convertibility of the domestic currency are identified. Likewise, lessons are drawn from the study of certain international experiences (USSR, Russia and Argentina) that present features similar to the inconvertibility problems that Cuba has faced and faces.

The partial convertibility that was achieved in the mid-1990s has been deteriorating in recent years. In this sense, the analysis of its determining factors in a period of thirty years, segmented into five periods (1990-1994, 1995-2003, 2004-2008, 2009-2018 and 2019-2022), allows to define the main causes and consequences of inconvertibility. Finally, general ideas of actions aimed at stabilizing the monetary environment and advancing towards the convertibility of the Cuban peso are offered.

**Keywords:** convertibility, Cuban peso, exchange rate, exchange market, inflation, dollarization, economy, Cuba.

## ÍNDICE

<b>INTRODUCCIÓN</b> .....	6
<b>CAPÍTULO 1: ASPECTOS CONCEPTUALES DE LA CONVERTIBILIDAD DE LA MONEDA</b> .....	10
1.1 Convertibilidad. Definición y aspectos básicos .....	11
1.2 Principales causas y consecuencias de la inconvertibilidad .....	15
1.2.1 Principales causas .....	15
1.2.2 Consecuencias de la inconvertibilidad .....	19
1.3 Beneficios y riesgos de la introducción de la convertibilidad.....	21
1.4 Precondiciones para el alcance de la convertibilidad de la moneda .....	26
<b>CAPÍTULO 2: EXPERIENCIAS INTERNACIONALES</b> .....	33
2.1 Economías en transición .....	33
2.1.1 URSS.....	34
2.1.2 Rusia.....	39
2.2. Argentina.....	48
2.3 Principales resultados y lecciones .....	57
<b>CAPÍTULO 3: CONVERTIBILIDAD DEL PESO CUBANO</b> .....	61
3.1 Convertibilidad del peso cubano en los últimos treinta años.....	61
3.1.1 Inicio de la crisis del Período Especial (1990-1994) .....	62
3.1.2 Dolarización parcial de la economía (1995-2003).....	65
3.1.3 Desdolarización y convertibilidad (2004-2008) .....	67
3.1.4 Pérdida de convertibilidad en el sector empresarial (2009-2019) .....	70
3.1.5 Redolarización (2019-2022).....	73
3.2 Causas y consecuencias de la inconvertibilidad del peso cubano .....	75
3.3 Reflexiones finales .....	85
<b>CONCLUSIONES</b> .....	91
<b>RECOMENDACIONES</b> .....	94
<b>BIBLIOGRAFÍA</b> .....	95

## INTRODUCCIÓN

En una economía abierta el país establece relaciones económicas con otros. Por tanto, las actividades comerciales y financieras se extienden más allá de las fronteras nacionales, donde la moneda doméstica actúa como medio de pago para bienes y servicios. En este sentido, la convertibilidad de la moneda nacional es esencial en la realización de pagos internacionales para el intercambio multilateral y el desarrollo económico del país.

La inconvertibilidad de la moneda nacional expresa distorsiones en la relación entre la oferta y la demanda de divisas; es decir, existe una desconexión de la cantidad de dinero en moneda nacional con los flujos de divisas. Las barreras que impone el contar con una moneda doméstica inconvertible genera severos problemas para la economía.

En lo que concierne a Cuba, en los últimos años se ha enfrentado una pérdida considerable de la convertibilidad de la moneda nacional, lo que constituye uno de los elementos determinantes del complejo entorno monetario actual. Se trata de uno de los problemas que han prevalecido por más tiempo en la economía cubana. Sus causas se asocian a multiplicidad de factores, lo que dificulta alcanzar el objetivo de restauración de las funciones de la moneda nacional y su convertibilidad.

La inconvertibilidad de la moneda genera severas distorsiones a la economía que impiden su crecimiento y desarrollo. Limita la capacidad productiva del país, y con ello, la posibilidad de realizar transformaciones profundas del modelo económico. La economía cubana ha enfrentado históricamente problemas de inconvertibilidad, sin embargo, en los últimos treinta años estos han cobrado especial relevancia.

De forma general, entre 1960 y 1990, el tejido de vínculos bilaterales y multilaterales que Cuba creó con los países asociados en el Consejo de Ayuda Mutua Económica (CAME) garantizó el normal desempeño de la economía, sin que los problemas de

inconvertibilidad del peso cubano constituyesen dificultades reales<sup>1</sup>. No obstante, tras el derrumbe del campo soviético se perdieron todas las condiciones favorables que ofrecía el CAME, y por consiguiente la inconvertibilidad de la moneda nacional pasó a ser prioritario en la agenda de transformaciones económicas.

En este sentido, se obtuvieron resultados positivos en términos de convertibilidad, lográndose periodos de convertibilidad total para el segmento de la población y parcial para las empresas. Sin embargo, como consecuencia de una serie factores (externos e internos) a lo largo de los últimos años se evidencia un deterioro considerable de la convertibilidad de la moneda nacional, problema que requiere de especial atención en los marcos de las transformaciones del modelo económico del país. Asimismo, se trata de una cuestión fundamental en la actualidad, para lograr la estabilización macroeconómica y posicionar la economía cubana en una senda de crecimiento.

En función de lo anterior, el **problema científico** de la presente investigación está constituido por la siguiente interrogante: *¿Cuáles han sido los factores determinantes de la inconvertibilidad del peso cubano en los últimos treinta años?*

En este sentido, el **objetivo general** de la investigación es: Definir las principales causas de la inconvertibilidad del peso cubano en las últimas tres décadas.

Para ello se establecieron los siguientes **objetivos específicos**:

1. Identificar los aspectos conceptuales que definen la inconvertibilidad de la moneda doméstica.
2. Sintetizar las principales lecciones de tres experiencias internacionales relevantes para comprender los problemas de inconvertibilidad.
3. Definir las principales causas y distorsiones asociadas a la inconvertibilidad del peso cubano en los últimos 30 años.

---

<sup>1</sup> De modo general, los países signatarios del CAME ahorraban divisas por las sustituciones netas de importaciones (Díaz, 2008).

Para alcanzar los objetivos propuestos la presente investigación se encuentra estructurada en tres capítulos. En el **Capítulo 1** son abordados los elementos teóricos fundamentales de la convertibilidad. En este sentido, se analizan las principales causas de la inconvertibilidad de la moneda definidas por la literatura especializada. Además, se estudian las principales distorsiones económicas que traen consigo los problemas de inconvertibilidad y las condiciones que deben alcanzarse, previo al proceso de introducción de la convertibilidad de la moneda nacional.

En el **Capítulo 2** se realiza un análisis y sistematización de tres experiencias internacionales cuyas monedas enfrentaron serios problemas de inconvertibilidad. Se hace referencia a los diferentes contextos que causaron dichos problemas, y la magnitud de las distorsiones resultantes. Así mismo, se estudian las transformaciones implementadas por los gobiernos para recuperar la convertibilidad de sus respectivas monedas. En el cierre del capítulo se expone una serie de lecciones aprendidas.

En el **Capítulo 3** la investigación se centra en los aspectos que han determinado los problemas de inconvertibilidad de la moneda en Cuba a lo largo de las últimas tres décadas. En este sentido, se analizan las principales causas y consecuencias de la inconvertibilidad del peso cubano durante el período de estudio. Por último, se ofrece, en líneas generales, un conjunto de directrices a seguir a fin de crear las condiciones necesarias para lograr la convertibilidad de la moneda nacional.

Finalmente se ofrecen las conclusiones y recomendaciones.

En Cuba no existen **antecedentes** directos de investigaciones que hayan abordado el tema que aquí se expone. No obstante, las referencias más próximas se encuentran en trabajos e investigaciones realizadas por autores cubanos, que han profundizado su estudio en problemas de dualidad monetaria y cambiaria, en este sentido se destacan: (Hidalgo, 2008); (Doimeadiós & Hidalgo, 2011); (Vidal, 2008; 2020; 2021); (Vidal & González, 2010) (Calzado, 2017); (Lage, 2016); (Pérez, 2011).

La presente investigación toma en cuenta las investigaciones citadas e intenta dar una mirada transversal al tema de la convertibilidad de la moneda nacional.

En consecuencia, el **aporte** principal del presente trabajo es contribuir al debate sobre las causas y distorsiones de la inconvertibilidad del peso cubano, para con ello contribuir a la toma de decisiones acertadas encaminadas a recuperar la confianza en el peso cubano y su convertibilidad.

Como principal **limitación** se pueden destacar las dificultades asociadas a la calidad y disponibilidad de información, que impiden la realización de ejercicios cuantitativos que aporten evidencia sobre los temas que se discuten en la investigación.

La presente investigación es resultado de una línea de trabajo entre la Dirección General de Políticas Macroeconómicas del Banco Central de Cuba (BCC) y la Unidad Docente del BCC adscrita a la Facultad de Economía de la Universidad de La Habana. La misma es muestra de las intenciones que existen desde la autoridad monetaria de fomentar el vínculo entre la gestión gubernamental y la ciencia, promoviendo y tomando en cuenta las investigaciones académicas y el debate científico.

## **CAPÍTULO 1: ASPECTOS CONCEPTUALES DE LA CONVERTIBILIDAD DE LA MONEDA**

En economías abiertas la actividad económica se extiende más allá de los límites donde la moneda doméstica constituye un medio de pago de bienes y servicios. Si las monedas domésticas de cada país solo fuesen válidas en los marcos de su territorio, el comercio internacional sería extremadamente difícil.

Por tal razón, la convertibilidad de la moneda pasa a jugar un rol fundamental en el desarrollo de la actividad económica de los países. En principio se entiende que una moneda es convertible cuando puede intercambiarse libremente por otras divisas. En virtud de ello, la convertibilidad de la moneda es esencial para el comercio multilateral y su desarrollo.

El objetivo del presente capítulo es sistematizar los aspectos conceptuales asociados a la convertibilidad. En el primer epígrafe se introducen los elementos conceptuales, así como su taxonomía. Se analizan los beneficios y riesgos que implica el establecimiento de la convertibilidad en sus diferentes niveles.

Posteriormente se analizan las causas de la inconvertibilidad. Gran parte de los estudios al respecto se focalizan en economías centralmente planificadas, lo que permite encontrar ciertos paralelismos con el contexto cubano. De ahí que, las principales causas a profundizar son aquellas identificadas en este tipo de economías.

En un tercer epígrafe se analizan las consecuencias de la inconvertibilidad, de modo que se profundizan en las distorsiones que esta genera. Por último, se estudian los prerequisites necesarios a la hora de introducir la convertibilidad de la moneda doméstica. Se destacan cuatro principales condiciones, que guardan relación entre sí, de modo que no pueden verse como transformaciones aisladas.

## 1.1 Convertibilidad. Definición y aspectos básicos

El término convertibilidad monetaria ha cambiado a lo largo del tiempo. Tradicionalmente se refería a la posibilidad de convertir libremente papel moneda en oro, bajo una tasa de cambio predeterminada<sup>2</sup>. Desde 1880 hasta 1914 el clásico patrón oro jugó un rol central en las relaciones económicas internacionales (Eichengreen, Reis, & Braga de Macedo, 1996). Con el patrón oro la primera responsabilidad del banco central era preservar la paridad oficial entre su moneda y el oro, lo que requería que el banco tuviese unas reservas adecuadas de oro.

Hasta 1914 Reino Unido logró mantener plena convertibilidad de la libra esterlina en oro a un tipo de cambio fijo. Pero en 1925, y posteriormente en 1947 resultaron fallidos sus intentos de restaurar la convertibilidad no solo al oro, sino también al dólar estadounidense. No fue hasta 1958 que las principales naciones de Europa Occidental logran restablecer la convertibilidad de la moneda, tras el colapso del sistema financiero mundial entre las dos guerras mundiales.

En 1973 el sistema de valor nominal<sup>3</sup> que se había adoptado en 1944 con la fundación del Fondo Monetario Internacional (FMI) en Bretton Woods, New Hampshire se derrumbó y dio inicio a la era de las tasas flotantes (Krugman & Obstfeld, 2001).

Se suponía que esto les permitiese a los países avanzar hacia la plena convertibilidad, dada la ausencia de restricciones que impusieran un tipo de cambio determinado. Sin embargo, en la práctica, la mayoría de los gobiernos no estaban dispuestos a dar total libertad a los flujos de sus monedas, decantándose por tasas fijas. Muchos recurrieron a restricciones comerciales y de pagos en lugar de

---

<sup>2</sup> El patrón oro como institución legal tiene su origen en 1819, cuando el Parlamento británico aprobó la Resumption Act. Esta ley debía su nombre de la exigencia de que el Banco de Inglaterra reanudara su práctica, interrumpida cuatro años después de las guerras napoleónicas (1793-1815), de cambiar papel moneda por oro a un tipo fijo (Krugman & Obstfeld, 2001).

<sup>3</sup> El sistema establecía unos tipos de cambios fijos en relación con el dólar y un precio invariable del oro en dólares de 35 dólares la onza. Se trataba entonces, de un patrón de cambios oro, en que el dólar era la principal moneda de reserva (Krugman & Obstfeld, 2001).

mantener la disciplina monetaria y fiscal que respaldase sus políticas cambiarias, reduciendo por consiguiente la convertibilidad de sus monedas.

En la actualidad, la convertibilidad de la moneda puede definirse como la libertad por parte de los agentes económicos de comprar o vender la moneda doméstica por monedas extranjeras a un tipo de cambio determinado (Holzman , 1991).

De forma tal que, cuando la demanda de divisas de una nación exceda la oferta disponible bajo la tasa de cambio vigente se está ante una moneda nacional inconvertible (Holzman , 1991). Ante un régimen cambiario fijo, mientras mayor sea el exceso de demanda, más inconvertible resulta la moneda doméstica, y por consiguiente mayor será el grado de controles cambiarios. Ante semejante escenario, el país deberá racionalizar la escasa oferta de divisas; a través de restricciones sobre la importación de bienes, reducciones en la cantidad de divisas que puede extraer del país cada ciudadano en calidad de turista, o restricciones sobre la transferencia de fondos en divisas hacia bancos extranjeros.

Si bien en principio la convertibilidad es un concepto sencillo, en la práctica no existe tal cosa como absoluta o total convertibilidad (Liefstinck, 1971). De modo que presenta muchos grados, cada uno de los cuales indica la medida en que los gobiernos imponen limitaciones al uso de la moneda. Estos controles, como se evidencia en la Tabla 1, pueden adoptar la forma de prohibiciones, impuestos, depósitos especiales, límites máximos nominales o procedimientos para asignar divisas. Inclusive se tienen casos de monedas totalmente convertibles; cuyo alcance práctico se halla altamente limitado por restricciones a las importaciones, los servicios o la inversión en el extranjero (Gilman, 1990).

Tabla 1: Tipos de controles cambiarios

<i>Controles</i>	<i>Descripción</i>
<i>Impuestos de cambio.</i>	Un impuesto o subsidio a pagar sobre las operaciones de cambio, o sobre la compra o venta de una moneda

		extranjera, puede estar lo suficientemente relacionado con el cambio de monedas para ser considerado parte del tipo de cambio efectivo.
<i>Límites nominales.</i>	<i>máximos</i>	Imposición de límites sobre la provisión de divisas para el pago de ciertas transacciones en el extranjero (por ejemplo, en forma de asignaciones para viajes turísticos o de negocios al extranjero, educación o gastos de vida familiar).
<i>Procedimientos de licencias de importación.</i>	<i>de</i>	Los procedimientos de concesión de licencias de importación pueden incluir aspectos tanto comerciales como de pago y, por lo tanto, pueden plantear la constituir restricciones cambiarias <sup>4</sup> .
<i>Asignación presupuestos de divisas.</i>	<i>de</i>	Si se utiliza un presupuesto de divisas para determinar la disponibilidad de divisas para las importaciones autorizadas en lugar de determinar la cantidad de importaciones que se permitirán durante un período particular de tiempo (por ejemplo, durante un año), podría dar lugar a un intercambio restricción.

*Fuente: Elaboración propia a partir de (Elizalde, 2008).*

Por consiguiente, la capacidad de los agentes de operar o no con monedas extranjeras, y el tipo de transacciones que se hallen liberalizadas o controladas, son los factores determinantes del tipo de convertibilidad en cuestión.

<sup>4</sup> Los controles en este sentido se pueden aplicar de diversas formas. Por ejemplo, si no se requiere una licencia de importación, pero se necesita una licencia de cambio para realizar los pagos de las importaciones, y dicha licencia no se otorga automáticamente, existe una restricción de cambio. Otro caso se tiene cuando la licencia de importación se otorga libremente, pero su presentación no significa que se dispondrá de divisas para el pago. Se trata de una licencia combinada de importación y cambio cuando tanto los aspectos de intercambio como comerciales de las transacciones corrientes están cubiertos por una sola autorización. Si la medida no regula exclusivamente el aspecto cambiario o comercial de la transacción y se dicta discrecionalmente, debe considerarse tanto una restricción cambiaria como una restricción comercial (Elizalde, 2008).

Cuando se extiende a los agentes no residentes el derecho de intercambiar la moneda doméstica por divisas se está ante *convertibilidad externa*. La *convertibilidad interna*, a su vez, se relaciona al derecho de los agentes residentes de cambiar la moneda doméstica por divisas libremente (Gutián, 1996).

Por otro lado, en función de si la liberalización cubre únicamente las transacciones de cuenta corriente o abarca aquellas perteneciente a la cuenta de capital, se hablaría de *convertibilidad de cuenta corriente* o *convertibilidad de cuenta de capital* respectivamente (Oblath , 1993).

Resulta importante destacar algunas ventajas relevantes sobre la *convertibilidad interna*. Tal y como se había enunciado previamente, se trata de brindar a los agentes residentes el derecho a adquirir y mantener determinados activos en monedas extranjeras.

Los incentivos para desregular el intercambio de divisas a los residentes internos difieren de aquellos que motivan el establecimiento de la convertibilidad de cuenta corriente. Una de las razones es que esto permite canalizar las reservas en divisas de los agentes residentes hacia el sistema bancario, ya sea vía compra o mediante depósitos. Por otro lado, esta medida permite transferir todos esos flujos de divisas que operan en el mercado informal hacia el mercado cambiario oficial; hecho que fomenta una mayor uniformidad en las tasas cambiarias.

Tales beneficios han de sopesarse con los potenciales costos que puede traer consigo la convertibilidad interna. Si no se cuenta con un entorno macroeconómico estable, y se tiene un signo monetario nacional cuyas funciones dinerarias se hallan deterioradas; puede producirse un proceso de dolarización. Es decir, la moneda extranjera sustituye la moneda doméstica, en todas o algunas de funciones; lo que puede agotar las reservas de divisas oficiales. En adición a ello, téngase en cuenta que a medida que aumenta la posesión de divisas por parte de los agentes residentes, la política monetaria pierde autonomía.

## 1.2 Principales causas y consecuencias de la inconvertibilidad

### 1.2.1 Principales causas

Focalizado en las economías centralmente planificadas (Holzman , 1991) distingue tres causas fundamentales de la inconvertibilidad: 1) tasas de cambio sobrevaluadas, (2) precios internos irracionales y (3) inconvertibilidad de bienes básicos.

Se suele decir que una moneda está sobrevalorada cuando su tipo de cambio hace que los bienes nacionales sean caros en relación a bienes vendidos en el extranjero (Krugman & Obstfeld, 2001).

La teoría sugiere que existen diversos canales a través de los cuales un **tipo de cambio sobrevaluado** puede afectar la economía de un país. Howard J. Shatz y David G. Tarr los resumieron en seis fundamentales (Shatz & Tarr, 2000):

1. Discriminación de las exportaciones. Dado que una porción significativa de los costos de producción es pagada en moneda doméstica, un tipo de cambio sobrevaluado se traduce en una reducción de los incentivos y la habilidad de los exportadores de competir en mercados extranjeros. Esto ahoga los ingresos en divisas y daña la capacidad de un país para comprar las importaciones necesarias para la actividad económica. Por consiguiente, afecta la convertibilidad de la moneda doméstica.
2. Un tipo de cambio sobrevalorado significa que las industrias que compiten por las importaciones se enfrentan a una mayor presión de las empresas extranjeras, lo que resulta en un aumento de los llamamientos de protección contra las importaciones de los grupos de presión industriales y agrícolas. Las presiones políticas para la protección finalmente resultan abrumadoras y los gobiernos ceden al cabildeo y ofrecen mayores aranceles sobre las importaciones. Esto cierra la economía a la competencia internacional, reduce el acceso a los insumos y la tecnología importados necesarios y, como resultado, el crecimiento disminuye. La devaluación tiene el doble

propósito de proteger uniformemente las industrias competidoras de importación y aumentar los incentivos a los exportadores.

3. Otra forma en que los tipos de cambio sobrevalorados impiden el crecimiento es que los avances de productividad son menos rápidos. Esto se debe a que los sectores de exportación y los sectores competidores de importación están en desventaja por un tipo de cambio sobrevalorado, y es en estos sectores donde los avances de productividad a menudo son más rápidos.
4. La sobrevaloración induce la fuga de capitales entre los ciudadanos nacionales que anticipan una devaluación. Como resultado, hay menos intercambio de divisas disponible para las importaciones necesarias.
5. Las divisas pueden convertirse en racionalizadas y asignadas de manera ineficiente por el gobierno.
6. Los esfuerzos para defender un tipo de cambio sobrevalorado a través de políticas monetarias muy estrictas pueden hundir al país en una grave recesión. Las políticas monetarias y fiscales quedan bajo demasiada presión para defender el tipo de cambio, arriesgándose a impactos adversos en la inversión y la producción.

Por tales motivos, un tipo de cambio sobrevaluado es sin lugar a dudas una de las causas fundamentales de la inconvertibilidad de la moneda. Una economía en la que persisten los déficits de cuenta corriente tiende a la inconvertibilidad, esto a medida que las reservas de divisas se agotan y los créditos adicionales son inaccesibles o muy caros. Regularmente, esta situación puede contrarrestarse dadas las condiciones adecuadas a partir de devaluaciones. No obstante, dados los posibles efectos nocivos, no resulta una medida sostenible en el tiempo<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Si bien existen herramientas con las que contrarrestar los efectos indeseables de la devaluación sobre la demanda agregada, la experiencia ha demostrado que la solución no es tan sencilla. Los gobiernos, particularmente aquellos menos desarrollados, no son lo suficientemente flexibles para ajustar sus economías. Por lo que, no se puede asumir que las devaluaciones irán acompañadas de medidas de estabilización apropiadas y, por lo tanto, no se pueden descartar los efectos de demanda de la devaluación (Krugman & Taylor, 1978).

Otro elemento a considerar en este sentido es la existencia de múltiples tipos de cambio, una estructura que ha marcado el sistema cambiario cubano en las últimas décadas y se mantiene vigente en la actualidad. Bajo este tipo de sistema las transacciones internacionales están sujetas a tipos de cambio diferenciales, dando lugar a la posibilidad de tener más de un tipo cambio real (Edwards, 1989). Por ende, la relación entre las políticas macroeconómicas y el resto de la economía dependerá de la naturaleza del sistema de tipos de cambio múltiples.

La dualidad cambiaria (sistema más común), en la que se establecen dos tipos de cambio fijos nominales, será funcional siempre y cuando ambas tasas sean perfectos equivalentes a un sistema de tipos unificado con impuestos sobre ciertas transacciones externas. En este caso, al igual que con las tasas fijadas unificadas, las políticas macroeconómicas inconsistentes darán lugar a la pérdida de reservas internacionales, una tasa de inflación interna que superara a la mundial y una sobrevaluación del tipo de cambio real. Por supuesto, esta situación resulta insostenible en el largo plazo y las autoridades se verán obligadas a introducir políticas macroeconómicas correctivas (Edwards, 1989).

Un caso típico es el establecimiento de un sistema de cambios dual, en el que la moneda extranjera tiene un precio para las transacciones comerciales y otro para las operaciones de la cuenta capitales, normalmente más elevado y que flota libremente. Por lo general, se fijan tipos de cambio bajos para las exportaciones tradicionales e importaciones de primera necesidad y uno mayor para importaciones manufacturadas y productos suntuarios (Badosa, 2015).

(Badosa, 2015) afirma que el problema de este sistema surge cuando comienza a crecer la brecha entre ambos tipos de cambio; los exportadores tienen incentivo a subfacturar para evitar liquidar sus divisas a un precio inferior al de mercado y los importadores tienen incentivo a sobrefacturar para obtener la mayor cantidad posible de divisas a un tipo de cambio preferente. Estas son formas clásicas de fuga de capitales y forman parte de la salida de capitales del país que no figuran en la balanza de pagos.

La presencia de múltiples tipos de cambio puede provocar severas distorsiones económicas en las transacciones de la cuenta corriente. Además, tienden a ocasionar graves problemas en la asignación de recursos, desalientan fuertemente la producción nacional de los bienes primarios de exportación y de bienes que sustituyen a los importados (Badosa, 2015).

La existencia de **precios internos irracionales** es un problema común en las economías centralmente planificadas. Cuando el proceso de planificación se lleva a cabo con un alto grado de centralización, y las señales que ofrecen los mercados son obviadas, se corre el riesgo de construir un sistema de precios distorsionados. Esto se agrava cuando los cambios en los precios ocurren en limitadas ocasiones y ajeno a cualquier estudio de la demanda.

Bajo tales circunstancias, el tipo de cambio no puede ejercer su función de valor referencial de las diferentes divisas. Al contarse luego con precios irracionales, que desempeñan un rol pasivo en las transacciones, era de esperarse la inconvertibilidad de la moneda doméstica. Ha de destacarse que las tasas de cambio en este tipo de economías suelen ser fijada administrativamente, casi sin contemplar las fuerzas del mercado (Holzman , 1991).

Resulta válido destacar la estrecha relación que existe entre las dos primeras causas. A la vez que un nivel de precios domésticos irracionales limita la función básica del tipo de cambio; un tipo de cambio sobrevaluado acentúa las distorsiones de los precios. Un alto componente importado de la producción nacional, sujeta a un tipo de cambio que dista del punto de equilibrio, consecuentemente afectará los precios domésticos. De tal modo, resulta imposible contar con precios racionales y fundamentados, si el tipo de cambio vigente es irracional.

Cuando el rango de bienes y servicios básicos que puede ser libremente comprado tanto por personas naturales o jurídicas es reducido, se está ante “**bienes básicos inconvertibles**”. Se trata de sistemas caracterizados por condiciones de escasez crónica. Cabe señalar que no se trata de la escasez relativa que puede atribuírsele a todo bien económico, o las carencias que enfrentan los agentes dada cierta

restricción presupuestaria. Se describe una situación en la cual determinados bienes y servicios que son demandados, no pueden ser adquiridos de manera temporal o permanente porque los productos no se ofrecen (Fernández, 2019).

La frecuente presencia de esta situación en economías socialistas es resultado en gran parte del intento de sustituir el mecanismo de mercado en su totalidad por un tipo de mecanismo de coordinación directo y predeterminado desde una institución central (Fernández, 2019).

El vínculo entre bienes básicos inconvertibles y moneda doméstica inconvertible es sumamente estrecho. Los canales por los que se acentúan mutuamente son diversos, y con los que se consolidan las distorsiones en la dinámica de la economía. Por un lado, la inconvertibilidad de la moneda conduce a la imposición de controles administrativos a la importación, lo que se traduce en restricciones a la producción. Lo que sin lugar a dudas tiene un efecto contractivo sobre la oferta de bienes y servicios, generando escenarios de escasez.

Por otra parte, la contracción de la oferta de bienes y servicios básicos genera canales a través de los cuales se profundizan los problemas de inconvertibilidad. Tales desajustes entre oferta y demanda (al no tener un carácter transitorio<sup>6</sup>) conducen a una subida continuada de los precios de la mayor parte de los productos y servicios, y una pérdida del valor del dinero. Las presiones que ejerce este contexto sobre el tipo de cambio no pueden ser eludidas. Generalmente esas economías operan bajo un régimen cambiario fijo, por lo que se reincide en la primera causa de la inconvertibilidad, donde se está ante un tipo de cambio sobrevaluado.

### **1.2.2 Consecuencias de la inconvertibilidad**

Hay consenso en la literatura económica acerca de las diversas distorsiones que puede generar la inconvertibilidad de la moneda nacional. Especialmente en

---

<sup>6</sup> Háblese de desequilibrios que son resultado de problemas estructurales de la economía en cuestión.

aquellas economías que transitan de un esquema altamente centralizado hacia uno con determinados niveles de descentralización, y en el que los diferentes actores económicos adquieren un mayor grado de autonomía.

El hecho de que los agentes económicos no tengan acceso a divisas a partir de sus ingresos en moneda nacional **deteriora considerablemente el tejido productivo**, puesto que obstaculiza los procesos de reproducción y mantenimiento de sus capacidades, limitando el crecimiento económico del país. Los encadenamientos productivos se ven perjudicados por la inconvertibilidad, al verse obstaculizada la adquisición de insumos importados, lo que puede generar cuellos de botella en la producción y la disminución en la cantidad y calidad de las mercancías producidas.

La tenencia de una moneda nacional inconvertible obliga al **uso permanente de controles cambiarios** como alternativa a la devaluación. Aunque tales controles pueden resultar efectivos para hacer frente a las situaciones de escasez de liquidez transitorias, el costo económico y social de su uso sostenido en el tiempo es bastante elevado. Los controles cambiarios implican una distribución administrativa de los recursos que no está necesariamente relacionada con los requerimientos de divisas de las entidades o la disponibilidad de moneda nacional de cada agente demandante.

Otra de las distorsiones de la ausencia convertibilidad se asocia a las **obligaciones de pago de los agentes económicos con el exterior**. La inconvertibilidad genera desfases entre la disponibilidad de la moneda nacional de los agentes económicos para hacer frente a sus deudas externas, y el momento en que se ejecutan los pagos. El incremento de riesgo de mora e impagos afectan la credibilidad de las entidades de cara a los socios externos, lo cual repercute en un endurecimiento de las condiciones de financiamiento externo.

Es comprensible que, con una economía sin una moneda y un tipo de convertible **la Inversión Extranjera Directa se ve altamente afectada**. La extrema escasez de divisas, que impide la capacidad de respaldo de las cuentas y hacer frente a los

pagos de dividendos de la contraparte extranjera anula la propensión del inversionista a colocar sus recursos en el país.

Una planificación descentralizada y eficiente, requiere de relaciones monetario mercantiles de calidad basadas en una estructura de precios coherente y bien fundamentada. La inconvertibilidad de la moneda doméstica **contamina todo el sistema de precios**, vaciándolo de contenido y racionalidad económica, lo que perjudica gravemente la planificación.

Al no disponer de un mercado al que los agentes puedan recurrir y cambiar su moneda a un tipo de cambio oficial, **se crean incentivos para el desarrollo y expansión de mercados informales de divisas**, fenómeno que se ha agravado en la economía cubana en los últimos dos años<sup>7</sup>.

Ante una moneda nacional inconvertible **se generan incentivos que presionan al desarrollo de esquemas de dolarización**, a partir de los cuales los agentes económicos puedan cerrar sus ciclos productivos en el corto plazo. Más allá de las soluciones que ofrece en principio, al posibilitarle a determinados agentes acceso a una moneda convertible, la dolarización tiene disímiles costos económicos, sociales y políticos en el largo plazo; siendo la pérdida de soberanía monetaria uno de los de mayor peso.

### 1.3 Beneficios y riesgos de la introducción de la convertibilidad

Así como la aceptabilidad de la moneda nacional elimina los costes de trueque dentro de una economía, el uso de las monedas nacionales en el comercio internacional hace que la economía mundial funcione más eficientemente (Krugman & Obstfeld, 2001). El establecimiento de la convertibilidad para las transacciones internacionales tiene una serie de implicaciones para la economía. Por el lado de la oferta, el país puede verse en una situación más ventajosa gracias a la eliminación

---

<sup>7</sup> Mientras la inconvertibilidad promueve el tráfico y los mercados negros de divisas, ha de destacarse que los mismos pueden existir incluso cuando la moneda es legalmente “convertible” (Macedo , 1985).

de los controles cambiarios y el establecimiento de la convertibilidad de cuenta corriente.

La convertibilidad de cuenta corriente le permite a las personas y empresas dentro de un país acceder a un mercado de divisas para pagar las transacciones comerciales externas, incluidos bienes, servicios, pagos de intereses, dividendos de acciones y viajes al extranjero. Por otro lado, la convertibilidad de la cuenta de capital permite a los residentes de un país acceder a divisas para pagar activos financieros en el extranjero, y permite a los no residentes repatriar su capital en el extranjero (Broome, 2010).

La inversión extranjera se ve sumamente estimulada con el establecimiento de la convertibilidad. En primera instancia por la confianza y seguridad que percibe el inversionista al contar con una moneda doméstica convertible. Por otro lado, se encuentran las ventajas que ofrece la convertibilidad al sector productivo. El acceso a insumos importados, el aumento de la competitividad, y el aprovechamiento de encadenamientos productivos, por citar algunos ejemplos, construyen un entorno más atractivo para los inversionistas.

En contraste, la literatura reconoce que la introducción de la convertibilidad de cuenta corriente trae aparejado diversos costos que no han de ser pasados por alto. En el corto plazo el nivel de empleo puede verse afectado en la medida que la producción doméstica es sustituida por bienes y servicios importados.

Alternativamente, reducciones sustanciales en los salarios reales (luego de los ajustes por variaciones en el tipo de cambio) pueden requerirse para mantener la competitividad de los productos domésticos en caso de que las exportaciones se tornen más accesibles. Esto sucede particularmente cuando la calidad de los bienes importados supera al producto nacional. En ambos casos el poder de compra de los ingresos domésticos puede descender. No obstante, para contrarrestar tales efectos se pueden aplicar controles sobre la importación, o hacer uso de instrumentos como aranceles.

La forma en la que enfrenten las empresas nacionales este nuevo entorno, dependerá considerablemente de las tasas de cambio. El efecto adverso en el empleo y los salarios reales puede controlarse a partir de un tipo de cambio que encarezca lo suficiente las importaciones. Sin embargo, una tasa de cambio lo suficientemente depreciada que pretenda “proteger” a los productores domésticos de un posible desplazamiento de su actividad por bienes y servicios importados puede desencadenar mayores distorsiones. Al elevarse los costos de las importaciones, se encarece la adquisición de equipos e insumos necesarios para la producción nacional, viéndose los productores afectados nuevamente.

Históricamente, los países con industrias poco competitivas y que enfrentan escasez de divisas optan por restringir la convertibilidad de sus monedas, o mantener determinados controles sobre las importaciones antes de llevar a cabo una devaluación del tipo de cambio para mantener una posición favorable en la cuenta corriente.

Por otra parte, uno de los factores clave para las economías inmersas en tales transformaciones es cómo atraer capital y recursos productivos del exterior. Dado que el alcance de garantías oficiales, préstamos y asistencia técnica suele ser limitado, las habilidades del país para captar flujos de capital extranjero son cruciales.

La introducción de convertibilidad de la cuenta de capital, o al menos, liberalizar determinados flujos de capital, puede ayudar a atraer recursos del exterior. La inversión extranjera directa puede contribuir a expandir el acceso del país a tecnología más avanzada del exterior, y con ello a nuevos métodos productivos y más eficientes. Cabe señalar que la efectividad de la convertibilidad para atraer mayores flujos de capital dependerá de la situación a nivel macroeconómico del país y del entorno legal.

De modo que son aspectos importantes a considerar el sistema legal, y la normativa que regula el proceso inversionista, las condiciones en que se encuentra la infraestructura, inclúyase el sistema transporte y las comunicaciones; el capital

humano y los recursos naturales, y la magnitud de los mercados a los cuales se puede acceder tanto a lo interno del país como hacia el exterior.

El levantamiento de los controles sobre el flujo de capitales, en paralelo con los beneficios que representa para la economía, supone el riesgo de fuga de capitales al exterior y una mayor volatilidad de las tasas de cambio, reservas internacionales y tasas de interés. La historia ha demostrado que en un mundo con alta integración de mercados de capitales y tecnologías que aceleran las transacciones financieras, una vez que se extiende la convertibilidad a la cuenta de capital, las fuertes presiones que se ejercen sobre las tasas de cambio conducen a desarrollar periódicamente cambios en la perspectiva económica o política. Es por ello que generalmente los países mantienen determinadas restricciones en varios tipos de flujos de capital.

De ahí que, por muy atractiva que parezca en un principio la abolición de controles de capital, se requiere que la economía haya alcanzado un determinado nivel de desarrollo para que la medida sea exitosa.

#### ***Cuadro 1. Fuga de capitales en Latinoamérica***

En la década de 1970, tras haber seguido estrategias de desarrollo con una fuerte tendencia proteccionista y un elevado grado de intervención gubernamental; Uruguay, Chile y Argentina avanzaron hacia la liberalización de sus economías, incluidas sus cuentas de capital. El resultado de la política distó considerablemente de lo esperado. El episodio terminó en fuga de capitales, impagos generalizados de préstamos, caída de la producción y de desempleo masivo (Fischer & Reisen, 1992).

Esta experiencia destaca por los diferenciales de interés sostenidos que incentivaron la entrada excesiva de capital, apreciando los tipos de cambio reales. Dicha apreciación condujo a una importante reducción de los beneficios en el sector de bienes comercializables, junto a la quiebra de las instituciones financieras.

De este modo, la apertura financiera del Cono Sur se tradujo en una crisis financiera, hecho que ha alertado a los hacedores de política de los países en desarrollo sobre el momento adecuado de hacer la reforma. Existe convergencia en la llamada literatura de “secuenciación” de que la estabilización, tanto fiscal como monetaria, así como la liberalización interna, deberían preceder a la estabilización externa (Fischer & Reisen, 1992).

Muchos economistas se preocupan de la volatilidad del tipo de cambio real que podría ocurrir durante el proceso de liberalización de la cuenta de capital, y de los riesgos que esto implica para el sector manufacturero (desindustrialización). Dado que los mercados en países en desarrollo distan considerablemente de ser mercados perfectos, la apreciación temporal causa excesivas inversiones (altamente costosas para revertir) en el sector de bienes no comercializables (Fischer & Reisen, 1992).

Otra de las objeciones en contra de una temprana apertura de la cuenta de capital no guarda relación con los tipos de cambio, sino que está relacionada a los mercados de bienes básicos. Mientras existan distorsiones en los mismos, las entradas de capital en la economía podrían ser “empobrecedoras”<sup>8</sup>. Por lo tanto, la reducción de las distorsiones estructurales, debe preceder a la liberalización de la cuenta de capital, para prevenir que el capital extranjero fluya a industrias de alta rentabilidad privada y baja rentabilidad social (Fischer & Reisen, 1992).

Tales consideraciones conducen al consejo general de que la estabilización, la desregulación de los precios internos, la reforma del sector financiero y la liberalización del comercio exterior deberán estar muy avanzadas antes de que se abra la cuenta de capital.

---

<sup>8</sup> El "crecimiento empobrecedor" hace alusión a las situaciones donde el crecimiento (debido al progreso técnico y/o a la acumulación de factores) conduce a un agudo deterioro de los términos de intercambio que impone una pérdida de ingresos reales superior a la principal ganancia en ingresos reales debida al propio crecimiento (Bhagwati, 1968).

#### **1.4 Precondiciones para el alcance de la convertibilidad de la moneda**

La introducción de la convertibilidad de la moneda es un proceso que requiere el cumplimiento de determinadas precondiciones. Un entorno estable en el plano macroeconómico, y un sistema de incentivos microeconómicos son factores críticos para garantizar el éxito del proceso. A medida que el concepto de convertibilidad evolucionaba, las condiciones identificadas por los economistas sufrían igualmente transformaciones. La literatura más reciente, especializada en el tema, reconoce cuatro requisitos básicos (Greene & Isard, 1991):

1. Una apropiada tasa de cambio.
2. Liquidez internacional adecuada.
3. Políticas macroeconómicas adecuadas, capaces de al menos mantener un estable balance de cuenta corriente.
4. Incentivos y habilidad de responder a precios de mercado.

El cumplimiento de las tres primeras condiciones garantiza que la introducción de convertibilidad de cuenta corriente no genere inestabilidad macroeconómica, mientras la cuarta es necesaria para asegurar los beneficios esperados de la convertibilidad. Las reformas institucionales que acompañan el proceso evidencian el papel decisivo que desempeña el apoyo político, de forma tal que este ha de ser lo suficientemente fuerte como para impulsar las transformaciones pertinentes.

Para el establecimiento de la convertibilidad de cuenta corriente, el contar con una tasa de cambio consistente que sostenga el equilibrio en la balanza de pagos es imprescindible. De otra forma, se generarían una serie de desbalances que desestabilizarían la economía doméstica, independientemente de si las autoridades deciden dejar de lado los desequilibrios externos, u optasen por enfriar la economía a través de medidas de política.

Es probable que el tipo de cambio que equilibre la balanza de pagos en el proceso de transformación sufra cambios a medida que se desarrolla la competitividad del

sector productivo, incluyéndose tanto el sector exportador como aquellas industrias focalizadas a la sustitución de importaciones (Greene & Isard, 1991).

En el momento en que se eliminan las restricciones cambiarias, se recomienda establecer un tipo de cambio más depreciado que el que se fijaría en una etapa más avanzada en el proceso. Por consiguiente, resulta útil estimar una senda en la que se identifiquen los tipos de cambio apropiados en cada una de los puntos de la transición.

La capacidad del país de canalizar las ventajas de la liberalización de los controles cambiarios a lo largo de este proceso, marca las pautas de cuan efectivo será el mismo.

Los países deberán decantarse por una tasa cambiaria capaz de sostener los balances de cuenta corriente, de modo que no colapse la convertibilidad que se intenta establecer en el corto plazo. Una tasa de cambio sobrevaluada obstaculiza el mantener los balances de cuenta corriente, mientras que una altamente devaluada encarece las importaciones y en un contexto en que no estén creadas las condiciones necesarias esto podría dar al traste con el esquema de convertibilidad. La medida en que tales decisiones están sesgadas dependería, por supuesto, del grado en que los tomadores de decisiones anticiparon con precisión movimientos en el tipo de cambio real.

La determinación de una tasa de cambio que respalde de forma sostenida el balance de cuenta corriente, es una condición necesaria, pero no suficiente. El país debe tener un adecuado nivel de liquidez de divisas internacional que garantice gestionar los desequilibrios temporales entre la oferta y la demanda de divisas. La tenencia de suficientes reservas internacionales, o acceso a financiamiento externo<sup>9</sup>, permite compensar el déficit de oferta que se produce en el mercado cambiario.

---

<sup>9</sup> Incluso los ahorros de residentes denominados en divisas pueden ser una alternativa.

Según (BAYSAL, 1990) los requerimientos de reservas internacionales incrementan una vez que se cambia a un sistema convertible, debido a cinco razones:

1. El tránsito a un sistema convertible de la moneda nacional viene acompañado de un fortalecimiento de las relaciones del país con el exterior, hecho que lo hace más sensible a cambios externos. Ello les transfiere mayor importancia a las reservas internacionales, por lo que los requerimientos son más elevados una vez establecida la convertibilidad.
2. Aquellos agentes a los que se les ha concedido la posibilidad de convertir su moneda demandarán divisas para cambiar por la moneda nacional.
3. A medida que los controles sobre los pagos internacionales se reducen luego de la convertibilidad, las reservas internacionales deberán compensar los déficits de balanza de pagos.
4. Al permitirse las transferencias de capital se incrementan los requerimientos de reservas.
5. Luego de anunciarse el establecimiento de la convertibilidad, la actividad especulativa en torno a los tipos de cambio se acentúa. Las personas pueden especular que la moneda se devaluará debido a la introducción de la convertibilidad, lo que aumenta instantáneamente los requerimientos de divisas.

Sin adecuados niveles de reservas internacionales al país le resulta imposible mantener un entorno macroeconómico estable para el desarrollo de los productores y consumidores domésticos. Esto debido a la dificultad de estabilizar tanto el tipo de cambio como las tasas de interés ante perturbaciones adversas a corto plazo en los volúmenes o precios de las exportaciones o importaciones (Greene & Isard, 1991).

Junto a ello, la liquidez internacional acertada es necesaria para la credibilidad de la economía de un país. Sin suficiente liquidez, el país podría ser percibido como vulnerable ante acontecimientos externos imprevistos, fomentando así la acción especulativa contra su moneda.

El tercer requisito se relaciona a la estabilidad del entorno macroeconómico. Los balances domésticos y niveles de precios estables son necesarios previa y posteriormente a la reforma. Las políticas implementadas deben ser, por lo menos, lo suficientemente sólidas como para sustentar al menos los balances de cuenta corriente. Por el lado de la demanda, los equilibrios internos soportan en gran medida los equilibrios externos, y estos últimos sustentan la convertibilidad (BAYSAL, 1990).

Se requiere de una fuerte disciplina fiscal que genere confianza a lo largo del proceso. Un rediseño del sistema impositivo, el uso de instrumentos directos e indirectos que incentiven el crecimiento económico suelen ser medidas que integran el programa de reforma. Las políticas fiscales y los gastos públicos deben conducir a fomentar aquellas inversiones necesarias en el país que promuevan y fomenten la industria doméstica (Greene & Isard, 1991).

Por otro lado, instrumentos como las tasas de interés deben estar bien fundamentadas, lo que le permite al banco central estabilizar de forma indirecta desequilibrios del mercado monetario.

Si se establecen controles de precio, en un entorno de escasa oferta, es importante eliminar cualquier exceso monetario que se produzca, con el fin de prevenir aumentos en el gasto de los consumidores, especialmente si este incremento se filtra vía importaciones. Solo así la política monetaria puede mantener un nivel razonable de en cuanto al nivel de precios y el entorno macroeconómico. Si los controles cambiarios se eliminan antes de erradicar los excesos de liquidez, la oportunidad de emplear moneda doméstica para la adquisición de bienes importados impactará negativamente en las reservas internacionales, ejerciendo fuertes presiones sobre las tasas de cambio y los tipos de interés. (Greene & Isard, 1991).

El cuarto requisito para introducir la convertibilidad de forma efectiva se vincula a las condiciones que enfrentan los agentes económicos. Estos deben contar con fuertes incentivos y la capacidad de responder a los precios del mercado. El reto se

complejiza si las estructuras de los mercados son débiles y estos no se hallan bien consolidados.

Los precios en economías centralmente planificadas no necesariamente guardan relación con los costos o el valor relativo para los consumidores. Nuevamente se muestra la necesidad de una reforma de precios, que asegure que estos indiquen cual está siendo el comportamiento del mercado y la rentabilidad de las diferentes actividades de forma más acertada.

En este sentido, existe un amplio acuerdo en que los precios que prevalecen en el mercado mundial proporcionan mejor información acerca de la escasez relativa y valor de los bienes y servicios comercializables. Los que a su vez afectarán los precios apropiados de los bienes no comerciados (Greene & Isard, 1991).

Uno de los beneficios notables del establecer la convertibilidad de cuenta corriente se asocia a una mayor exposición de los productores nacionales a la competencia internacional. Se genera un entorno en el que la producción doméstica, las inversiones y las decisiones de consumo se hallan fuertemente influenciadas por los precios que prevalecen en el mercado mundial.

En principio se trata de un fenómeno que impacta a los productores domésticos obligándolos a ser más eficientes. Además, la literatura reconoce que al basar las decisiones en los precios mundiales relativos, los inversionistas nacionales asignarán recursos a áreas consistentes con las ventajas comparativas del país en el mercado de la economía mundial (Greene & Isard, 1991).

Sin embargo, si los actores económicos no cuentan con las condiciones e incentivos necesarios para incrementar la oferta, y reducen la demanda en respuesta a aumentos en los precios, los mecanismos de precios de mercado no funcionarán apropiadamente, ni la eliminación de las restricciones cambiarias y comerciales harán que la producción y la inversión más eficiente.

De este modo, la implementación de políticas que incentiven la actividad empresarial es un paso crítico en el camino al establecimiento de la convertibilidad en cuenta corriente. Por consiguiente, el diseño y decreto de una normativa de empresa que clarifique los derechos de propiedad, así como la legitimización de las actividades económicas en la que los agentes pueden incorporarse al tejido productivo resulta muy significativo.

El que las empresas operen bajo restricciones presupuestarias blandas<sup>10</sup> desincentiva totalmente la actividad productiva. Cuando las pérdidas financieras son cubiertas o disfrazadas con subsidios, concesiones impositivas, o créditos automáticos por parte del Estado se pierde el incentivo para responder adecuadamente a las señales que ofrece el mercado.

A nivel macroeconómico este comportamiento ha devenido frecuentemente en elevados déficits fiscales y procesos inflacionarios. En este sentido, el endurecer las restricciones presupuestarias constituye un paso que debe preceder o acompañar el establecimiento de la convertibilidad.

La velocidad con la que se transite exitosamente a la convertibilidad dependerá de cuanto tarde en llevarse a cabo el proceso de reformas que lo antecede.

A partir del estudio de los aspectos conceptuales acerca de la convertibilidad pueden enunciarse algunas ideas generales al respecto:

- ◆ De forma muy general el establecimiento de la convertibilidad resulta deseable como objetivo a corto plazo. No obstante, su consecución es un proceso a mediano plazo y que requiere una alta interrelación con otras transformaciones y políticas.
- ◆ La convertibilidad de cuenta corriente trae considerables beneficios a la economía. Sin embargo, la otra cara de la moneda no puede obviarse, pues

---

<sup>10</sup> El fenómeno de restricciones presupuestarias blandas ocurre si una o más organizaciones de apoyo, están listas para cubrir la totalidad o parte del déficit en que puedan incurrir las empresas. En el caso de las empresas estatales, el papel de apoyo lo desempeñan una o más agencias estatales (Kornai, Maskin , & Roland , 2003).

son diversos los riesgos que puede traer consigo. Ello ratifica la importancia de manejar adecuadamente el alcance de las precondiciones necesarias para la introducción de la convertibilidad.

- ◆ El levantamiento de los controles sobre el flujo de capitales, en paralelo con los beneficios que representa para la economía, supone el riesgo de fuga de capitales al exterior y una mayor volatilidad de las tasas de cambio, reservas internacionales y tasas de interés.
- ◆ Históricamente los países han optado por mantener controles sobre las transacciones de cuenta de capital hasta ostentar un mayor nivel de desarrollo económico.
- ◆ Institucionalizar el intercambio de moneda doméstica por extranjera para los agentes residentes, permite captar flujos de divisas que existían en los mercados informales e integrarlos al sistema bancario.
- ◆ El establecimiento de la convertibilidad interna, y la apertura de la cuenta corriente, constituyen los puntos de interés de la economía cubana dado el escenario actual.

## **CAPÍTULO 2: EXPERIENCIAS INTERNACIONALES**

En el segundo capítulo se realiza un análisis y sistematización de tres experiencias internacionales. Se hace referencia a los diferentes contextos que causaron los problemas de convertibilidad, y la magnitud de las distorsiones resultantes. Así mismo, se estudian las medidas implementadas por los gobiernos para afrontar la inconvertibilidad de sus respectivas monedas. Con ello se pretende extraer lecciones que puedan resultar útiles para analizar la inconvertibilidad del peso cubano.

El capítulo está integrado por tres epígrafes. El primero hace referencia a las experiencias de la URSS y Rusia durante el proceso de ajustes en su modelo de gestión económico. El segundo epígrafe aborda el caso de Argentina, que en la región latinoamericana constituye una de los más controversiales y estudiados en cuanto a transformaciones monetarias, y en especial sobre la convertibilidad. En el tercer epígrafe se resumen las lecciones extraídas a partir de las experiencias seleccionadas.

Las economías fueron seleccionadas por presentar puntos afines con la situación de Cuba, pero ha de tenerse en cuenta que cada país presenta condiciones diferentes, determinadas por factores históricos y socioeconómicos propios. No obstante, el estudio de casos prácticos podría resultar beneficioso para la identificación de lecciones para el marco cubano.

### **2.1 Economías en transición**

En este epígrafe se analizan las experiencias de la URSS y Rusia. Con respecto a la URSS, se estudian las principales causas que condicionaban la inconvertibilidad en el sistema soviético. En cuanto a Rusia, se analizan las transformaciones políticas y económicas que se llevaron a cabo durante el periodo de transición hasta el fortalecimiento del rublo y el establecimiento de la convertibilidad.

La URSS tenía un modelo de gestión altamente centralizado de los procesos económicos. El control y la asignación de recursos estaba definido por un organismo

gubernamental que regía la planificación de la economía nacional. El modelo económico cubano se asemeja en diversos aspectos lo que fue el soviético.

En sus últimos años la Unión Soviética se embarcó en una serie de transformaciones económicas. El programa diseñado, denominado *perestroika*, propuso abandonar parcialmente el uso de instrumentos administrativos por otros de incidencia indirecta sobre los procesos económicos. Se pretendía ofrecerles mayor independencia a las empresas, el traslado de los principios contables a la práctica, y la descentralización de las actividades económicas. Asimismo, se buscaba que el rublo soviético<sup>11</sup> pudiese cambiarse por monedas extranjeras, tanto para empresas como individuos, dentro de las fronteras de la URSS y como en el exterior.

Tras el derrumbe del campo socialista, Rusia inició un proceso complejo en el que transitaba hacia una economía de mercado. Se llevaron a cabo masivas privatizaciones. Los instrumentos administrativos para conducir los procesos económicos cedieron paso a otros de incidencia directa. Se introdujeron medidas con el fin descentralizar la economía, desplazando los mecanismos de asignación directa de recursos por relaciones de mercado. Como era de esperarse, el establecer la convertibilidad de su moneda era un punto crucial en la agenda de reformas. Especialmente la introducción de la convertibilidad de cuenta corriente era imprescindible para ajustar los desequilibrios externos y conducir la economía sobre una senda de crecimiento.

### **2.1.1 URSS**

Hasta 1987, la economía soviética estaba centralmente planificada, con más de un 90 por ciento de la producción e inversión bajo control directo del Estado (Baliño, Hoelscher, & Horder , 1997).

---

<sup>11</sup>En la Unión Soviética, entre 1923 y 1991, el rublo soviético era la moneda oficial.

Bajo semejante esquema, las operaciones comerciales con el exterior solo podían llevarlas a cabo las organizaciones del comercio exterior del Estado. Estos organismos compraban a los productores nacionales a precios domésticos en rublos, y vendían al exterior al nivel de precios internacional<sup>12</sup>. Los ingresos en divisas eran asignados hacia otro órgano cuya función era llevar cabo las importaciones, para posteriormente venderlas a los productores nacionales a precios domésticos en rublos (Meyendorff, 1994). De este modo, las empresas no podían realizar directamente sus actividades comerciales con el resto del mundo, y se eliminaba el acceso a estas a divisas de manera oficial.

Sumado a ello, las trabas del modelo de gestión empresarial y la rigidez de los precios fijados centralmente por el gobierno, generaban desequilibrios entre la oferta y la demanda.

Téngase en cuenta que el rublo fue inconvertible durante todo el periodo soviético y coexistían varias tasas de cambio<sup>13</sup>, las que eran aplicados a diferentes tipos de transacciones (Baliño, Hoelscher, & Horder , 1997).

Todo lo anterior conducía a situaciones de escasez recurrentes (la oferta generalmente no era suficiente para cubrir la demanda) y al denominado ahorro forzoso por parte de los hogares, quienes cada vez contaban con mayores niveles de liquidez que no podían realizar.

Por otro lado, el mercado financiero soviético tenía un bajo nivel de desarrollo, y una limitada variedad de productos financieros. Los ahorristas privados tenían como única posibilidad de inversión los depósitos bancarios denominados en rublos (RUB).

---

<sup>12</sup> Exceptuando aquellas transacciones que se realizaban entre las economías socialistas.

<sup>13</sup> En las economías soviéticas los tipos de cambios oficial eran fijados administrativamente, con muy limitada o nula atención sobre las fuerzas del mercado. De este modo, el sistema cambiario se sostenía de forma artificial a niveles poco realistas.

A medida que el valor del rublo descendía, las divisas pasaron a ser un medio de pago, cumpliendo en paralelo la función monetaria de reserva de valor. De modo que los ahorristas privados tenían como vía de inversión la compra de bienes durables y divisas. Téngase en cuenta que, como la adquisición y el uso de divisas era ilegal, todas estas transacciones operaban en el mercado informal.

Otro aspecto relevante giraba en torno a la industria soviética, la que presentaba una excesiva integración vertical y un expansivo uso de los factores primarios. Según (Cardani & Maggioni, 1992) las consecuencias que afectan al problema de la convertibilidad eran principalmente una competencia internacional insuficiente y una estructura de mercado totalmente monopolizada.

En el período de 1987 a 1991 se llevaron a cabo una serie de medidas que estaban dirigidas a una mayor independencia de las empresas, introducción de los principios de la contabilidad de costos en la práctica, a la descentralización de las actividades comerciales con el exterior y el desarrollo de encadenamientos empresariales. A su vez, la convertibilidad del rublo en monedas extranjeras cesó de ser un tema teórico para ser un tema práctico<sup>14</sup>.

Disímiles opiniones giraban en torno a los objetivos y formas de alcanzar la convertibilidad del rublo (Konstantinov, 1991). Por un lado, se afirmaba la necesidad de determinadas condiciones y una reestructuración del mecanismo económico; y en contraparte se defendía el criterio de que solo ciertas transformaciones en el sistema nacional y financiero serían suficientes. Otros simplemente alegaban que una moneda socialista no podría ser convertible, era visto como un fenómeno sin precedentes.

---

<sup>14</sup> El problema de la inconvertibilidad se remonta a la historia monetaria de la URSS. La inconvertibilidad en el sistema soviético tiene como causa principal el propio sistema de precios distorsionados (Cardani & Maggioni, 1992). Bajo el modelo de gestión soviético la moneda desempeñaba sus funciones monetarias de manera extremadamente imperfecta. La función tradicional como medio de pago se contradice por el simple hecho de que las transacciones rara vez tienen a la propia moneda como objeto. Esto ineludiblemente condujo a un abandono de la política monetaria, lo que comenzó a erradicarse a partir del periodo en cuestión, cuando comienzan las reformas.

Al respecto, (Konstantinov, 1991) plantea que la economía debía prepararse para un establecimiento exitoso de la convertibilidad, de otro modo el proceso de adaptación al nuevo régimen de divisas sería difícil y doloroso. La sociedad soviética no estaba preparada para cambios radicales; los cuales serían imposibles de llevar a cabo sin el desmontaje del sistema autoritario y burocrático en su totalidad.

El contexto existente presentaba diversas trabas que complejizaban el llevar a cabo las transformaciones pertinentes. De modo que la situación se desarrolló bajo dos formas antagónicas de gestión económica que llegaron a existir en la URSS, la vieja y la nueva. Al ser estas incompatibles, se debilitaban mutuamente.

Ello afectaba la eficiencia del sistema económico y acentuaba la falta de estabilidad en el mercado de consumo. La circulación monetaria se veía interrumpida, y las tasas de crecimiento disminuían.

De modo general, el proceso de convertibilidad en la Unión Soviética comenzó desde una posición desfavorable: no solo por la completa inconvertibilidad (interna y externa) del rublo, sino también porque el pasado del país mostró una especie de propensión estructural hacia la inconvertibilidad (Cardani & Maggioni, 1992).

En tal sentido, si se querían alcanzar los beneficios de la convertibilidad del rublo soviético, el proceso debería efectuarse de forma gradual, para minimizar las posibles consecuencias adversas.

Los especialistas alegaban la existencia de cinco prerequisites (Konstantinov, 1991).

1. El logro de una situación financiera estabilizada y saludable y una mejor circulación de dinero en el país.
2. La distribución centralizada de fondos a través del presupuesto estatal debía reducirse, las relaciones crediticias entre bancos y organizaciones económicas debían cambiarse y establecer un mercado de capitales eficiente.

3. Desarrollo del mercado de productos básicos y la transición de la adquisición centralizada al comercio mayorista.
4. Reforma de formación de precios; es decir, los precios no deberían fijarse a través de canales administrativos, sino bajo la influencia de la oferta y la demanda en el mercado (aproximación de la estructura de precios soviéticos a la estructura de los precios mundiales).
5. Alcance de los derechos más amplios y la independencia de las empresas en el campo económico extranjero, cambios en los métodos económicos de regulación mediante tarifas aduaneras, impuestos, préstamos, tasas de interés y tasas de cambio de divisas.

La tenencia de reservas internacionales suficientes para resistir tensiones ante cualquier desequilibrio temporal de la balanza de pagos era otro de los aspectos relevantes a garantizar durante el proceso.

El alcance de estos requisitos abarcaba prácticamente toda la gama de relaciones económicas de la URSS, y necesitaba de acciones concertadas de todos los países miembros del CAME.

En la práctica, las transformaciones no lograron su cometido, pues las economías no estaban preparadas para las profundas reformas que se exigían. A su vez, se hallaban las contradicciones que emergían entre los cambios y los principios que regían al modelo soviético.

Si bien Mijaíl Gorbachov heredó un sistema inmerso en severas distorsiones, a pesar de los esfuerzos por sostenerlo, el declive de la Unión Soviética se fue acentuando hasta 1991.

El proceso hacia la convertibilidad aparentaba acelerarse en 1991, lográndose modestos avances hacia la unificación de los tipos de cambio y la creación de un mercado de divisas<sup>15</sup>. No obstante, los resultados no fueron los esperados, la

---

<sup>15</sup> Téngase en cuenta que se trata de pasos cruciales para lograr la convertibilidad.

reforma monetaria implementada en febrero de 1991, sin el acompañamiento de ninguna medida de estabilización macroeconómica, no tuvo impacto alguno en la inflación (Fischer S. , 1992). En abril se llevó a cabo una reforma de precios que no los descontroló, pero sí provocó su aumento. Las exportaciones colapsaron, y se hizo cada vez más evidente la incapacidad de la Unión Soviética de pagar la deuda externa.

Junto a ello, mientras el centro de poder se disipaba, las repúblicas dejaron de pagar sus impuestos al gobierno de la unión, el cual cubría cada vez más su gasto a partir de monetización. El déficit estimado para el último trimestre de 1991 fue del 22 por ciento del PNB (Fischer S. , Russia and the Soviet Union Then and Now, 1992). En la navidad del 1991 Gorbachov renuncia al cargo de presidente, y la Unión Soviética colapsa.

La inevitabilidad de la disolución del bloque soviético ha sido un tema ampliamente discutido. No obstante, un peso considerable cae en la apertura temprana del sistema durante la era de Gorbachov, y su posterior incapacidad de llevar a cabo una reforma clara y consistente.

### **2.1.2 Rusia**

Tras la desaparición de la Unión Soviética, las nuevas repúblicas en formación enfrentaban considerables dificultades para estabilizar sus economías. Como el centro económico de la unión radicaba en Moscú, Rusia presentaba una posición más ventajosa en cuanto a instrumentos para encauzar las transformaciones necesarias. Sin embargo, el nuevo gobierno de Rusia enfrentaba la ardua tarea de dismantelar todo el sistema político y económico soviético, para poder construir su propia maquinaria política.

El liderazgo ruso, en aquel entonces presidido por Boris Yeltsin, tuvo que lidiar con la crisis macroeconómica que se manifestaba, en primera instancia, en una elevada inflación y grandes dificultades en la balanza comercial. En cuanto al régimen

cambiario, se estaba ante un sistema de múltiples tipos de cambio con respecto al rublo, el cual era inconvertible.

Según (Fischer & Gelb, 1991) la estrategia general a implementar para la transformación económica necesitaba abarcar cinco aspectos fundamentales:

- ◆ Estabilización macroeconómica
- ◆ Liberalización de precios de la mayoría de los bienes.
- ◆ Convertibilidad de la moneda, y de cuenta corriente.
- ◆ Privatización.
- ◆ Creación de una red de seguridad social.

El mayor reto estaba en lograr incidir en todos los frentes a la par que se creaba todo el marco legal de una economía de mercado. El proceso de transición ruso difirió del resto de economías del Europa del Este en varios aspectos clave (Fischer S. , 1992): el orden en que se llevaron a cabo la liberalización de precios y la estabilización macroeconómica; el vínculo muy claro que el proceso político ha revelado entre la restructuración industrial y la estabilización macroeconómica; y en la importancia de las relaciones económicas interrepúblicas.

Tal es el caso de Hungría, que según varios autores, entre los que destaca (Kornai, 2000), condujo su proceso de transición de forma más exitosa. La Tabla 2 a continuación, establece una comparación de las principales diferencias y semejanzas entre las experiencias rusa y húngara.

Tabla 2: Comparación entre las experiencias rusa y húngara<sup>16</sup>.

RUSIA	HUNGRÍA
-------	---------

---

<sup>16</sup> Se escoge Hungría como ejemplo del contraste entre las economías en transición, porque fue de las primeras en alcanzar convertibilidad de cuenta corriente (enero 1996) y cuenta capital (2001). Un punto a señalar en cuanto al programa de reformas húngaro fue su control sobre la inflación. Mientras el resto de economías en transición enfrentaban niveles hiperinflacionarios que superaban las tres cifras, Hungría fue el único que su máximo anual de inflación se mantuvo por debajo del 50 por ciento desde principios de la década de los noventa (Fischer, Sahay, & Végh, 1996).

<b>DIFERENCIAS</b>	Estrategia	“TERAPIA DE CHOQUE” O “BIG BANG”	GRADUALISMO
	Objetivo inicial de las transformaciones.	Eliminar la propiedad estatal.	Creación de condiciones favorables para el sector privado.
	Secuencia de medidas	La reforma comenzó con la liberalización de precios, para posteriormente establecer control macroeconómico.	En un principio las reformas giraron en torno a la reducción del déficit fiscal (reducción de subsidios e inversión gubernamental y aumento de impuestos).
	Grado de liberalización de la Cuenta Capital (para inicios de los 2000)	Sostuvieron controles sobre la Cuenta Capital.	Se levantaron los controles sobre la Cuenta Capital <sup>17</sup>
<b>SEMEJANZAS</b>		Se le ofrece mayor independencia al banco central	
		Liberalización del comercio exterior desde los primeros paquetes de medidas.	
		Debilidad institucional.	

<sup>17</sup> En 2001 en Hungría se levantaron todas las restricciones sobre la apertura y el mantenimiento de cuentas de divisas para residentes y no residentes. Se levantaron las restricciones a las inversiones directas de los residentes en el extranjero. Restricciones levantadas (autorización automática por parte de Banco Nacional) en las transacciones de no residentes con seguros (Golikov, 2005).

Endurecimiento de las condiciones de financiamiento del déficit fiscal a través de monetización.

Falta de coordinación entre las políticas.

*Fuente: Elaboración propia.*

En enero de 1992, se dio inicio a una exhaustiva reforma económica. Los precios y las tasas de interés fueron liberalizadas, y se comenzaron a implementar políticas fiscales y monetarias más estrictas. Entre las medidas económicas introducidas por Boris Yeltsin radicaba también la liberalización oficial de derechos de comercio exterior con todas las empresas a la que se les permitió participar.

La receta tradicional implica establecer en un principio control macroeconómico para luego liberalizar precios. Por su parte, el gobierno ruso comenzó la reforma eliminando los controles de precios minoristas y mayoristas, sin tener asegurada una política fiscal y monetaria sólida que condujera a la estabilidad macroeconómica.

Al no contar con las condiciones requeridas, la liberalización de precios desató nuevas expectativas inflacionarias y aumentó la fragilidad monetaria. No condujo al esperado aumento de la producción, en cambio esta se contrajo (Feige, 1994).

En Rusia, previo a las reformas, existía un sistema de tipos de cambio múltiple que creó fuertes incentivos para que los exportadores evitaran la repatriación de las ganancias en divisas. De igual forma, el sistema dio lugar a que tanto exportadores como importadores se vieran incentivados a reducir su participación en los mercados de divisas interbancarios legales.

El plan de unificación del tipo de cambio comenzó en julio de 1992, y fue visto como un paso significativo hacia el logro de la convertibilidad de la moneda. El mismo, buscaba unificar los tipos de cambio aplicados a la entrega de divisas por parte de las empresas exportadoras (Fischer S. , 1992). Este nuevo tipo de cambio unificado

implicaba un valor para el rublo que era aproximadamente igual a su valor flotante más depreciado en el mercado interbancario. La unificación se produjo a un tipo de cambio flotante que situó aproximadamente en 135 rublos por dólar a principios de julio. Este tipo de cambio fue efectivo (impuesto contra las ganancias) en las transacciones de exportación, importación y entrada de capital.

En la Tabla 3 se aprecian las múltiples tasas de cambio antes y después de la unificación. Cabe señalar que se hace distinción entre los mercados negro y oficial.

Tabla 3: Comparación de las tasas de cambio efectivas antes y después de la unificación en julio de 1992 (rublos por dólar)

	<i>Antes de la unificación</i>		<i>Después de la unificación</i>	
	Mercado negro	Mercado oficial	Mercado negro	Mercado oficial
<i>Exportación</i>	125	106	140	135
<i>Importación</i> <sup>18</sup>	130	150	145	135
<i>Inversión extranjera</i>	125	55	140	135

*Fuente: Tomado de (Fischer S. , Stabilization and Economic Reform in Russia., 1992)*

Al reducir el diferencial entre los tipos de cambios informales y formales se debilitó el incentivo tanto de los exportadores como importadores a participar en el mercado negro de divisas,

No obstante, los exportadores enfrentaron nuevas trabas, como fueron los retrasos bancarios en el abono en sus cuentas en rublo una vez entregada la moneda extranjera. Tales retrasos resultaron bastante costosos para los exportadores en un entorno de hiperinflación. En 1995 los pagos atrasados de las empresas rusas

<sup>18</sup> Excluye aquellas importaciones centralizadas que operaban bajo un tipo cambiario “preferencial”.

alcanzaban el 16.7 por ciento del PIB y alrededor de la mitad de estos correspondían a deuda entre empresas y una cuarta parte a deuda con el fisco (Marchini, 2003).

De modo que la imposición implícita de las ganancias de los exportadores a través de largos y variables rezagos en las compensaciones condujeron una vez más a las onerosas implicaciones asociadas al régimen cambiario previo a la unificación.

En cuanto a la política fiscal, la reducción del déficit y el control sobre el crecimiento del crédito en el primer trimestre de 1992, constituye uno de los esfuerzos parcialmente exitosos realizados en este año. Se logró reducir el déficit de un 11 por ciento de PIB en 1992 a un 7 por ciento en 1993 (Baliño, Hoelscher, & Horder, 1997). Los créditos del Banco Central de Rusia (BCR) al gobierno cayeron en casi un 31 por ciento a medida que el gobierno recortaba gastos. La reducción del déficit tuvo un impacto inmediato positivo al lograr contener las presiones inflacionarias.

La efectividad y sostenibilidad de medidas como la anterior estaba limitada por el complejo escenario que enfrentaba Rusia en estos primeros años de transición. La profunda contracción del producto hizo que se suavizaran nuevamente las restricciones crediticias, y el crecimiento del crédito del BCR se aceleró.

En suma, las transformaciones de esta primera etapa (1992-1994) no surtieron el efecto esperado. En el marco monetario, si bien la unificación cambiaria constituyó un avance considerable hacia la estabilización macroeconómica y como ancla nominal para frenar la acelerada inflación; no tuvo el efecto previsto como se pudo apreciar anteriormente.

Por otro lado, la masiva privatización de empresas que se llevó a cabo en este periodo fue contraproducente. Al realizarse en ausencia de un marco legal (derechos de propiedad claramente definidos y leyes de quiebra efectivas), de un aparato judicial, de agencias de supervisión funcionales y eficientes, alejó la eficiencia macroeconómica que se esperaba, y el crecimiento deseado del producto.

Por todo ello, en la segunda mitad de 1994 se estaba ante una crisis de liquidez interna que dificultó el financiamiento del déficit fiscal. En octubre del mismo año se produjo un desplome del rublo, lo que marcó un parteaguas en la política económica. Ante la urgente necesidad de financiamiento externo, el gobierno ruso entró nuevamente en negociaciones con el Fondo Monetario Internacional<sup>19</sup> que condujeron a un cambio en la política macroeconómica y a un nuevo acuerdo con el organismo multilateral a partir de julio de 1995.

A principios de 1995 hubo un esfuerzo por endurecer la política monetaria, puesto que se había demostrado que dadas las condiciones existentes una política monetaria expansiva no tenía ningún efecto positivo en la economía, sino todo lo contrario. Tal recrudescimiento de la política monetaria fue seguido por una clara desaceleración de las tasas de inflación mensuales a partir de febrero de 1995. Pasó de un 11 por ciento a un 3,2 por ciento a finales de 1995; y se obtuvo una tasa media mensual de 1,7 por ciento para 1996, lo que representa todo un éxito de política comparada al 7,3 por ciento mensual del año precedente (Korhonen & Pesonen, 1998).

A partir de 1996 los instrumentos monetarios a disposición del BCR habían evolucionado a operaciones de mercado abierto, y facilidades para proveer recursos hacia el sistema bancario. En este año el gobierno abrió parcialmente el mercado de deuda pública interna en rublos a los inversionistas extranjeros (Marchini, 2003)<sup>20</sup>. Así, el rublo se tornó parcialmente convertible en la cuenta de capitales.

Con semejante apertura, los elevados rendimientos del mercado interno de bonos y las expectativas de ganancia en el sector de recursos naturales fomentó un crecimiento relevante en la inversión extranjera.

---

<sup>19</sup> Entre 1992 y 1996 se firmaron sucesivos acuerdos entre Rusia y el Fondo Monetario Internacional. Según (Marchini, 2003), si bien constituían compromisos relativamente “blandos” en lo que concierne a las metas macroeconómicas propuestas, no fueron respetados, suspendiéndose en varias oportunidades el desembolso de los recursos a los pocos meses.

<sup>20</sup> Los inversionistas extranjeros pudieron adquirir hasta 30% de los bonos en rublos, inicialmente a tasas de interés menores que las concedidas a inversionistas rusos.

La entrada de fondos externos, tanto a través de flujos de porfolio como por endeudamiento externo del gobierno y de las empresas rusas, elevó el valor del rublo en el mercado internacional, a la vez que se avanzaba en el proceso de estabilización del nivel de precios. Ello facilitó el financiamiento del déficit fiscal afianzando el papel monetario del rublo, e incluso dar inicio a un proceso de desdolarización de la economía.

Sin embargo, tal estabilización traía aparejado elevados costos para la economía rusa, en esencia, debido a la excesiva dependencia de flujo de capitales volátiles provenientes del extranjero que se generó en este periodo. Los impagos de deuda habían sido enmascarados durante la estabilización hasta 1998, cuando se desencadenó la crisis rusa y la cesación de pagos<sup>21</sup>.

La retirada de los inversionistas de los mercados accionarios provocó el desplome de los precios de los activos, fragilizando la posición de los bancos privados. En agosto de 1998 el gobierno declaró una devaluación *de facto* del rublo, la reestructuración unilateral de los pagos de deuda en rublo y una moratoria de 90 días sobre los pagos de deuda externa del sector privado. Las autoridades tuvieron que abandonar su defensa de la moneda el 2 de septiembre, eliminándose la banda de flotación creada en 1995 (Marchini, 2003).

A principios de 1999 las autoridades rusas iniciaron un proceso de ajuste atacando a una de las causas principales de la crisis: el elevado déficit fiscal. Entre las primeras medidas se encuentran la compresión de los gastos no financieros y reestructuración del sistema bancario (reformas legales y retiro de licencias a bancos insolventes). Simultáneamente, la devaluación del rublo comenzó a arrojar resultados positivos, favoreciendo la actividad interna en el sector de industrias sustitutivas de importaciones.

---

<sup>21</sup> El mal manejo de los fondos fue sin dudas uno de las causas de la crisis de 1998. Los bancos privados rusos no funcionaron como se esperaba que hiciera un mercado financiero, y particularmente no financiaron la actividad productiva. Por otro lado, se halla el peso que adquirió la actividad especulativa orientadas a aprovechar los elevados diferenciales de interés que concedía el gobierno ruso.

Las anteriores fueron reformas coyunturales en un entorno de incertidumbre política y económica que se cerró con el inicio del año 2000, cuando Vladimir Putin se consolida en la cabeza del Estado ruso como presidente del país.

La nueva política económica contaba con una serie de programas cuyos objetivos giraban en torno a regenerar el aparato productivo, de manera que se consiguiera un crecimiento estable y continuo, a la par que se mejorase el nivel de vida de la población.

En materia monetaria el BCR se consolidaba como el principal agente gestor de la política monetaria. Como objetivo central se encontraba reducir el nivel de inflación, y en segundo plano se debía mantener un rublo fuerte respecto a las monedas extranjeras. En cuanto al primer objetivo, se crearon nuevos instrumentos con los que controlar la inflación<sup>22</sup> y; en cuanto al segundo, el rublo se encontraba bajo un régimen de flotación, pero sujeto a intervenciones puntuales para que el tipo de cambio fuese compatible con los objetivos de regeneración del tejido productivo trazados por el gobierno (Sánchez A. , 2003).

En cuanto al sector exterior, la prioridad era la devolución de la deuda exterior, cuyo monto resultaba considerable, en 2003 se alcanzaba un máximo de 17 mil millones de dólares (Sánchez A. , 2003). La reforma impositiva y los elevados precios del petróleo permitieron crear un fondo de reserva con el que hacer frente a semejante problema estratégico.

Asociado a este tipo de política estaba la liberalización en la tenencia de divisas procedentes de las exportaciones. Con la crisis de 1998 se había endurecido la legislación, pero fue progresivamente liberalizada. El porcentaje de divisas que debían vender obligatoriamente los exportadores se fue reduciendo. En 1998, era del 75 por ciento (International Monetary Fund , 1999)<sup>23</sup>, en 2001, se redujo al 50

---

<sup>22</sup> La variable principal utilizada fue el control sobre el crecimiento de la masa monetaria (M2).

<sup>23</sup> Tras el crack de agosto de 1998 se intensificaron los controles cambiarios, el aumento de los requerimientos a los exportadores fue uno de ellos. Pasaron del 50 por ciento al 75 por ciento y un requisito de depósito del 100 por ciento en los pagos anticipados para las importaciones.

por ciento, en 2002, fue del 30 por ciento, mientras que en 2003, fue del 25 por ciento (World Bank Moscow Office, 2004).

Con respecto al tipo cambiario, el BCR siguió una política de mantener un alto grado de estabilidad en la tasa cambiaria, a medida que gradualmente fortalecía al rublo frente al dólar basado en las presiones del mercado<sup>24</sup>.

En suma, con la llegada de Putin a la presidencia del país, todas las reformas económicas se aceleraron y ganaron en integralidad, enfocándose no solo en el ajuste de los desequilibrios, sino en el estímulo sostenido al crecimiento productivo. En el ámbito macroeconómico los avances fueron considerables, se produjo un aumento importante en los ingresos presupuestarios estatales, resolviendo uno de los grandes problemas de los años noventa, que fue la incapacidad de dar solvencia al Estado ruso (Sánchez A. , 2003). La reducción de la inflación fue sin dudas otro de los puntos a favor de la política económica aplicada.

En términos de convertibilidad, para 2005, ya el rublo había alcanzado total convertibilidad interna. Cabe señalar que las restricciones en cuenta capital prevalecían, hecho que, a juzgar por el autor, constituye una medida acertada dados los elevados riesgos que conlleva una apertura total.<sup>25</sup>

## 2.2. Argentina

Tras la Segunda Guerra Mundial en Argentina se produjo un giro en cuanto al modelo de acumulación, que pasaba entonces a ser liderado por el Estado<sup>26</sup>. La inversión pasaba a ser centralmente planificada y se monopolizó la provisión de

---

<sup>24</sup> A medida que la economía rusa se estabilizaba, en el mercado cambiario se dieron fuertes presiones a la apreciación del rublo, por lo que las autoridades monetarias estuvieron atentas a como cualquier cambio en la política monetaria podría conducir a burbujas especulativas e inestabilidad. En efecto, inestables flujos de capital a corto plazo entre 2004 y 2005 resultaron vinculados a la especulación del mercado (World Bank, 2005).

<sup>25</sup> En especial el riesgo de escape de capitales y la elevada volatilidad de las tasas de cambio, reservas internacionales y tasas de interés. Hechos que históricamente han conducido a crisis financieras y económicas.

<sup>26</sup> Es válido señalar que, en el marco político se trata de un periodo complejo. Argentina tras la Segunda Guerra Mundial se halló bajo diferentes dictaduras, especialmente la que abarcó el periodo de 1976-1986 con el "Proceso de Reorganización Nacional".

servicios públicos del Estado con el propósito de promover el crecimiento económico con equidad en la distribución de ingresos (Canavese, 2001). Sumado a ello, se establecieron restricciones sobre el comercio exterior con el fin de proteger el mercado doméstico (tanto empresas públicas como privadas).

Las reformas indujeron al país en una senda de acumulación, crecimiento y pleno empleo relativamente exitosa, pero que, a su vez, implicaba una asignación de recursos claramente ineficiente.

El modelo de acumulación acelerada del capital público desde sus primeras etapas hasta la década de los ochenta se financió a partir de cuatro fuentes. Las mismas eran el superávit del sistema de seguridad social, los impuestos directos, algunos impuestos a las exportaciones dirigidos a gravar la renta de la tierra y los ingresos generados por el señoreaje. La Tabla 4 muestra la evolución de dichas fuentes:

Tabla 4: Financiamiento del Estado Argentino (Porcentajes del PIB)

	<b>1950</b>	<b>1970</b>	<b>1980</b>
<i>Seguridad Social</i>	4.0	1.0	-1.5
<i>Renta de la tierra</i>	3.0	1.0	1.5
<i>Impuestos directos</i>	3.0	2.0	0.5
<i>Señoreaje</i>	5.0	5.0	1.5

*Fuente: Elaboración propia a partir de (Canavese, 2001)*

La inversión pública y las concesiones hechas por el Estado para promover la inversión fueron financiadas con tales recursos hasta finales de los setenta cuando la afluencia fiscal terminó. En este punto, los coeficientes de monetización alcanzaron niveles tales que la hiperinflación comenzaba a ser una amenaza si el

gobierno persistía en la sustitución de la decreciente recaudación de impuestos legislados por el impuesto inflacionario<sup>27</sup>.

Durante todo este periodo, para combatir la inflación se implementaron muchos programas de estabilización con el tipo de cambio como ancla. Se defendía la idea de que con tipos de cambio fijos la inflación interna convergería a los niveles mundiales. Estos programas incluían planes de austeridad fiscal y monetaria (aunque en la mayoría de los casos fueron abandonados). De modo que todos los programas terminaron en crisis monetarias (Kaminsky, Mati, & Choueiri, 2009).

Sumado a los intentos fallidos de estabilización, los factores externos globales contribuyeron a la inestabilidad general de la moneda. A finales de la década de los setenta, la reducción de las tasas de interés en el mundo industrializado, motivó los flujos de capital hacia los países en desarrollo. En principio esto puede parecer muy beneficioso; sin embargo, desencadenó la apreciación del tipo de cambio real y déficits de cuenta corriente. Como plantea (Fanelli, 2003), la coexistencia de libre movilidad de capitales y falta de profundización financiera puede ser fuente de incertidumbre macroeconómica, puesto que las corrientes internacionales de capital que fluyen hacia las economías emergentes distan mucho de ser estables.

La volatilidad de los flujos de capitales induce a la economía a un estado de vulnerabilidad apreciable. En este contexto, la convertibilidad de la moneda argentina se vio afectada en diversas ocasiones. Ejemplo de ello fue la crisis monetaria en marzo de 1975 (Kaminsky, Mati, & Choueiri, 2009), cuando luego de varios ataques especulativos se perdió el 56 por ciento de las reservas internacionales, en presencia incluso de diversas restricciones a la libre convertibilidad.

---

<sup>27</sup> Shocks externos como la reducción de los precios internacionales de los granos y el cierre de mercados para las carnes redujeron el aporte del gravamen a la renta de la tierra. Por otro lado, el envejecimiento poblacional transformó en déficit el superávit del sistema de seguridad. El aumento de la tasa de inflación incentivó la evasión fiscal y erosionó los coeficientes de monetización.

La década de los ochenta fue sumamente convulsa para la economía argentina. Las fuertes devaluaciones<sup>28</sup> efectuadas como respuesta a las sucesivas crisis monetarias debilitaron el peso. Los diversos programas de estabilización implementados fracasaron. Cabe destacar que el complejo escenario se vio acentuado por muchos shocks externos adversos: disminución de precios internacionales de bienes básicos, aumento de las tasas de interés extranjeras, recesión mundial, e inicio de la crisis mundial de deuda.

A mediados de julio de 1982, tras la pérdida del 17 por ciento de las reservas internacionales, se devaluó la moneda en un 148 por ciento, y se introdujo un sistema cambiario dual con controles en las tasas domésticas de interés y en la cuenta de capital, y un tipo cambiario flotante.

Durante el régimen flotante la inflación siguió creciendo, alcanzando valores 300 por ciento en la primera mitad de 1985. En junio del mismo año, se lanza un nuevo plan de estabilización, el Plan Austral. Se introduce una nueva moneda, el austral<sup>29</sup> y se abandona el sistema dual. La moneda doméstica se fija al dólar, y los controles sobre las tasas de interés son eliminados. Si bien se pudo contener la inflación, los niveles anuales seguían elevados, obligando al gobierno a abandonar el tipo de cambio fijado. En 1987 el banco central disminuyó sus reservas internacionales en un 60 por ciento (1500 millones de dólares), lo que condujo al colapso del plan y dos devaluaciones sucesivas (16 por ciento en septiembre y 33 por ciento en octubre) (Kaminsky, Mati, & Choueiri, 2009). A partir de 1989, con la economía inmersa en un periodo de hiperinflación, el austral se vio nuevamente devaluado en varias ocasiones<sup>30</sup>.

Para inicios de los noventa, la situación se tornaba insostenible. En las hiperinflaciones cayó fuertemente no solo la demanda de dinero, sino los activos

---

<sup>28</sup> En febrero de 1981 se anunció una devaluación de un 10 por ciento. Posteriormente en abril y junio se llevaron a cabo otras dos devaluaciones: 34 por ciento y 38 por ciento, respectivamente.

<sup>29</sup> Un austral era equivalente a 1000 pesos.

<sup>30</sup> En abril de 1989 se devaluó en un 287 por ciento. Luego, en diciembre se devaluó en un 175 por ciento. Finalmente, en febrero de 1990 se llevó a cabo una devaluación del 220 por ciento.

financieros en general: en 1989, el agregado M3<sup>31</sup> no superó por mucho el 10 por ciento del PIB (Heymann, 2000). Los planes implementados entre 1988 y 1989 (incluían controles de precios, múltiples tasas cambiarias y contracción fiscal y monetaria) fracasaron en su intento de estabilización.

En semejante estado de emergencia, la liquidez disponible ejercía presión sobre los mercados de divisas y la desvalorización de la moneda doméstica se transmitía a todos los precios, incluso a los de los bienes no transables internacionalmente. El principal instrumento utilizado para controlar la inflación fue el denominado Plan Bonex, decretado a principios de 1990 (Calcagno, 1997). El mismo comprimía la liquidez reemplazando gran parte de los depósitos bancarios (concentrados en el corto plazo) por títulos de deuda pública a mediano plazo, denominados en dólares.

Las transformaciones tuvieron un impacto moderado sobre la inflación. La estabilización del tipo del cambio estaba frenando el alza de los precios, pero lo hacía con un retraso considerable. La percepción de un atraso cambiario<sup>32</sup> y problemas en el marco fiscal, condicionaron una nueva ola especulativa contra la moneda. Esto provocó la pérdida de reservas y el aumento de la inflación en enero y febrero de 1991.

Como política antinflacionaria las autoridades económicas recurrieron a la fijación del tipo de cambio. En virtud de la Ley de Convertibilidad que rigió desde el 1ro de abril de 1991, el Banco Central quedaba obligado a vender las divisas que el mercado requería al tipo de cambio de 10 000 australes por dólar, y a retirar de la circulación los australes adquiridos. De este modo, en ningún momento las reservas internacionales podrían ser inferiores a la totalidad de la base monetaria, definida en la ley como “la circulación monetaria más los depósitos a la vista de las entidades

---

<sup>31</sup> Agregado que incluye depósitos en moneda extranjera.

<sup>32</sup> Se dice que existe atraso cambiario cuando el tipo de cambio se desalinea de sus fundamentos, generalmente se asocia a circunstancias en las que existe una apreciación artificial de la moneda. De modo que, el tipo de cambio nominal no está en equilibrio; lo que genera un conflicto entre confianza credibilidad que atenta contra el régimen cambiario.

financieras en el Banco Central, cuenta corriente o cuentas especiales”. La ley prohibía toda actualización monetaria basada en la variación de precios o costos.

El nuevo esquema procuraba dar credibilidad al sistema cambiario por dos vías. Por un lado, se encuentra la rigidez, al tratarse de un tipo de cambio fijado por ley, el cual implicaba que solo otra ley podría modificarlo. Por otra parte, el anuncio de un respaldo para la moneda emitida en la forma de reservas internacionales, al afirmarse que el público desease canjear la totalidad de sus saldos en moneda nacional por dólares. La posibilidad de semejante conversión estaba asegurada por la regla monetaria: el Banco Central solo emitiría base monetaria contra aumentos de sus reservas internaciones.

A partir del 1º de enero de 1992, el austral fue sustituido por el peso (con un peso = 10 000 australes). En el mismo año se modifica la Carta Orgánica del Banco Central, instituyéndose la independencia del Banco Central respecto de los demás poderes del Estado. Con ello se prevenía la emisión descontrolada para financiar desequilibrios fiscales o cuasi fiscales, o para un rescate masivo del sistema financiero.

El régimen de convertibilidad operó como un marco de referencia de elevada visibilidad para las transacciones cotidianas y para el sistema de contratos financieros (Heymann, 2000). A pesar de que en los primeros años el deslizamiento de los precios internos alcanzó una magnitud considerable, la fijación del tipo de cambio fue un elemento central en el abatimiento de la inflación.

El programa tuvo rápido éxito en materia antiinflacionaria. La desinflación, junto al incremento de la oferta de capitales extranjeros, que llevó el coeficiente de liquidez al 17 por ciento del PIB en 1994 (Calcagno, 1997). Se produjo un aumento considerable de las reservas internacionales gracias al flujo de capitales externos, esto a pesar del apreciable incremento de las importaciones de bienes y servicios experimentados entre 1990 y 1994. Con el aumento de las reservas la base monetaria incrementó, y con ello, los intermediarios financieros dispusieron de mayor liquidez. Esto permitió ampliar la provisión de crédito al sector privado.

Resulta relevante destacar que la ley de convertibilidad prohibió explícitamente la utilización de cláusulas de ajuste por índices de precios; sin embargo, la mayor parte de las transacciones de crédito empleó el dólar como denominador de pagos futuros.

Con el tiempo se fue consolidando la impresión de que la vigencia del esquema cambiario constituía un elemento clave para el funcionamiento de crédito, de modo que una eventual modificación de la paridad desviaría fuertemente el valor real de los pagos comprometidos respecto a las expectativas iniciales. Esto generó que el uso del dólar como patrón contractual se tornase un factor de suma importancia que elevó las percepciones de los “costes de salida” de la convertibilidad.

En cuanto al uso de los créditos bancarios, a medida que aumentaba el volumen del financiamiento otorgado, cambiaba su destino. Al lanzarse el programa de convertibilidad los préstamos se otorgaron a las familias y al comercio minorista, mientras disminuía a menos de la mitad la parte de los préstamos a la industria manufacturera. Entre 1990 y 1994 el consumo privado subió más del 35 por ciento en términos reales (Giliani , Heymann, & Tomassi, 2003). Esto impulsó el consumo y favoreció la recuperación económica en el corto plazo<sup>33</sup>; pero a la vez, incentivó el aumento de las importaciones y una reducción considerable del ahorro nacional.

El vínculo entre el sistema bancario y las necesidades de inversión de las empresas y la economía en general fue obviado. El sistema financiero en su totalidad no destinó parte importante del crédito al financiamiento de la inversión, resultando ineficaz para consolidar el proceso de acumulación.

Ante la crisis mexicana en diciembre de 1994 la economía argentina sufrió una gran perturbación financiera. El evento desencadenó una importante caída en el precio de los bonos argentinos, una marcada caída en las reservas del Banco Central y retiro de depósitos bancarios que en poco tiempo alcanzaron la intensidad de una

---

<sup>33</sup> La economía experimentó un fuerte dinamismo en la primera mitad de los años noventa, creciendo a un ritmo superior al 7 por ciento anual (Rapetti, 2005).

corrida de capitales (Giliani , Heymann, & Tomassi, 2003). Entre diciembre de 1994 y marzo de 1995, las reservas internacionales cayeron el 33 por ciento (seis mil millones de dólares) y el sistema financiero soportó la pérdida del 18 por ciento de sus depósitos totales (Canavese, 2001). Téngase en cuenta que, sumado al fuerte shock externo, las condiciones a lo interno del país experimentaban cierto deterioro. La crisis mexicana tuvo un impacto más fuerte y prolongado en Argentina que en otros países de la región (FMI, 1995).

Tal situación condujo a un punto crucial del régimen de convertibilidad. El régimen cambiario restringía las posibilidades de aplicar políticas monetarias para propósitos de prestamista de última instancia, e impedía usar el tipo de cambio para ajustar los desequilibrios entre oferta y demanda de divisas.

Según (Giliani , Heymann, & Tomassi, 2003) el shock pudo entenderse como una ventana de oportunidad para abandonar el sistema de tipo de cambio fijo sin demasiada pérdida de reputación. No obstante, los incentivos para sostener la rígida regla resultaron mayores; y, por consiguiente, el gobierno se ató a la convertibilidad y señaló su fuerte compromiso con ella. Ello no evitó, no obstante, que operara activamente con variedad de instrumentos (incluyendo algunos de política monetaria). Sumado a las políticas, un amplio y rápido paquete de créditos multilaterales constituyeron un crucial respaldo.

La Caja de Convertibilidad logró sobrevivir al “efecto tequila” con una reputación fortalecida, promoviendo la percepción de que podría soportar impactos superiores siempre y cuando se mantuviesen firmes a la idea de defender el sistema. Por otro lado, los costos de salida seguían incrementando su volumen a medida que aumentaban los contratos financieros dolarizados.

La recuperación de la crisis financiera de 1995 generó un ambiente optimista en torno a la capacidad de crecimiento de la economía. Esto, a pesar del elevado desempleo vigente y la acentuada desigualdad de la distribución del ingreso.

Hacia finales de 1998, las deudas del gobierno y del sector privado superaban considerablemente las de años anteriores y la entrada de capitales se había revertido. La crisis de Asia Oriental y el *default* ruso cambiaron la visión de los mercados internacionales respecto a los regímenes de tipo de cambio fijo.

La disminución de los precios internacionales a partir de 1997 generó un ambiente de desconfianza en la economía real. Sumado a ello, está el shock adverso sobre las exportaciones argentinas que constituyó la crisis de Brasil, el principal socio comercial, especialmente en la industria manufacturera. Así, la economía argentina comenzó a mediados de 1998 la recesión más larga que, cuando devino en depresión en 2001, arrasó consigo la convertibilidad y dos presidentes (Damill, Frankel , & Juvenal, 2003).

La recesión condujo a un deterioro de la situación fiscal, las medidas implementadas entre 2000 y 2001 (alza de tasas impositivas, recortes de salarios y jubilaciones) no hicieron más que profundizar la recesión. En 2001 el financiamiento externo se interrumpió abruptamente y la fuga de capitales llevó a una caída de 12 mil millones de dólares de las reservas internacionales del Banco Central. Tal contracción monetaria llevó a la depresión y a la crisis al sistema financiero.

Se produjo la crisis bancaria por la mora creciente en las carteras de préstamos y la fuga de depósitos que se convertían en dólares (Keifman, 2004). El papel del Banco Central como prestamista de última instancia se mantenía severamente limitado por el régimen de conversión. A diferencia del evento de 1995, el país no contaba con el respaldo multilateral; el FMI suspendió el apoyo a Argentina.

Ante este contexto los bancos solicitaron al gobierno la imposición de severas restricciones al retiro de depósitos. A comienzos de diciembre de 2001, el gobierno accedió implementando el llamado “corralito”, que consistía en un feriado cambiario

de duración indefinida y restricciones a la compra de divisas. Con ello, no solo finalizó la convertibilidad de pesos, sino también la de depósitos en efectivo<sup>34</sup>.

A inicios de 2002, el presidente interino Duhalde oficializó el fin de la convertibilidad devaluando la moneda y eliminando el requisito de respaldo en reservas internacionales para la base monetaria. Como era de esperarse, inmersos en una crisis política y económica, el abandono de la comunidad financiera internacional, y una salida de la convertibilidad con nula preparación previa, condujeron a un proceso de ajuste caótico y con un elevado costo social.

### **2.3 Principales resultados y lecciones**

Las experiencias estudiadas ratifican las causas fundamentales de la inconvertibilidad y las consecuencias adversas que este problema genera en la economía. Comúnmente, confirman la necesidad de alcanzar previamente determinadas condiciones a fin de lograr establecer la convertibilidad de forma exitosa. De acuerdo con el estudio precedente, las principales lecciones que ofrecen las experiencias tratadas son las siguientes:

1. La coordinación entre las políticas es fundamental durante el proceso de estabilización macroeconómica previo a la introducción de la convertibilidad. Los esfuerzos por reducir los desequilibrios de la economía rusa en la década de los noventa estuvieron con frecuencia limitados por la falta de coherencia entre los programas. La secuencia en que se toman las medidas es otra de las cuestiones importantes en este sentido.
2. La elección del régimen cambiario resulta una decisión compleja. La superioridad de un régimen sobre otro está dada por las condiciones y los objetivos de la economía en cuestión. Para lograr la estabilización, consolidar un régimen monetario y cambiario sólido es crucial. De ahí que debe evitarse

---

<sup>34</sup> Esta medida fue masivamente rechazada, al punto de que condujo a la caída de del presidente de entonces, Fernando De la Rúa.

el cometer errores en el manejo del tipo de cambio o en el diseño del sistema cambiario.

En caso de los sistemas rígidos (predominantes en las experiencias analizadas), en principio son muy efectivos como medida para combatir la inflación, aseguran estabilidad en precios e imponen disciplina monetaria en el sistema. Pero, por otro lado, en economías emergentes la historia ha demostrado cómo estos tipos de cambio pueden conducir a sucesivas crisis externas. La entrada de flujos de capital gracias al diferencial entre las tasas de interés interna y externa en un contexto de creíbles tasas de cambio fijas expanden el crédito y la demanda agregada. El tipo de cambio real se aprecia lo que incentiva un aumento de las importaciones<sup>35</sup> y conducen a un deterioro de la cuenta corriente. Las necesidades de divisas ascienden y generan acumulación de deuda externa. Consecuentemente la vulnerabilidad aumenta, y a medida que el riesgo se percibe las entradas de capitales disminuyen. Las salidas de capital comienzan y la fragilidad externa atenta contra la actividad económica, creando nuevas fuentes de tensiones financieras. Finalmente, el régimen cambiario colapsa simultáneamente con la crisis financiera, dando al traste con la convertibilidad de la moneda doméstica.

De modo que hay que actuar con cautela ante los regímenes cambiarios rígidos, pues tienen altos costos de salida, y en particular sus costos sociales son mayores. Es válido señalar que los efectos distributivos de una salida caótica pueden ser muy elevados por la crisis política que suelen acompañarlos (Keifman, 2004).

3. La vulnerabilidad de la economía incrementa una vez se liberaliza la cuenta capital. Las experiencias rusa y argentina evidencian como la exposición

---

<sup>35</sup> Las importaciones aumentan por ambos factores: el aumento de la demanda y la apreciación del tipo de cambio real.

prematura a los flujos externos eventualmente puede conducir a severas crisis monetarias y financieras.

4. La estabilidad en el marco institucional y sus reglas (explícitas o implícitas) son, sin lugar a dudas, cuestiones de suma relevancia en el proceso de introducción de la convertibilidad. La falta de compromisos sustentables entre los actores políticos – institucionales claves afectan la credibilidad de los programas. La credibilidad de las reglas de política no depende sólo de su diseño formal, sino que también influyen los efectos de reputación de las instituciones involucradas. Las políticas diseñadas deben ser consistentes y viables; de otro modo, se afecta la confianza de los agentes en las autoridades y, con ello, la eficacia de la medida.
5. Los elevados déficits fiscales constituyen en varias ocasiones causas de crisis monetarias y, por consiguiente, atentan contra la convertibilidad de la moneda doméstica. Es necesario que, ante altos niveles de déficit fiscal, se debe tender a minimizar el financiamiento del mismo a través de emisión monetaria.
6. El rol de los agentes económicos no puede obviarse; la forma en que estos interpretan las políticas es crucial en el marco de las transformaciones económicas. La experiencia soviética demostró como muchas de las políticas no tuvieron el efecto esperado porque los agentes, tras pasar décadas operando bajo precios administrados, no reaccionaron a las señales de los precios.

De igual forma, en periodos de incertidumbre y elevada volatilidad, cuando se produce un cambio estructural, a los agentes les resulta muy difícil determinar cuál es la “verdadera” tendencia del crecimiento de la economía y, en consecuencia, decidir cuál será su nivel de gasto y exposición al riesgo financiero. Por lo que es probable que los agentes no reaccionen según lo previsto, lo que conducirá a una inconsistencia total de los planes.

7. Distorsiones estructurales en el funcionamiento de la economía real reducen la capacidad del país para generar divisas y, por ende, comprometen la

convertibilidad de la moneda. Entre los principales problemas de esta índole destacan los siguientes: deterioro del tejido productivo, escasos encadenamientos, bajas tasas de acumulación, poco dinamismo del sector exportador y alta dependencia de las importaciones.

En conclusión, las desigualdades entre las economías analizadas y la cubana son notables. No obstante, las condiciones de partida en varios aspectos (crisis económica, elevados déficits fiscales, acumulación de deuda externa, altas tasas de inflación, bajo desarrollo de mercados financieros, e inconvertibilidad de sus monedas) coinciden con el escenario cubano actual. Las lecciones extraídas de las experiencias pueden ser de utilidad para diseñar e implementar un programa de estabilización macroeconómico; y posteriormente, alcanzar los restantes prerequisites para la introducción de la convertibilidad del peso cubano.

### **CAPÍTULO 3: CONVERTIBILIDAD DEL PESO CUBANO**

En los últimos años la economía cubana ha enfrentado una pérdida significativa de la convertibilidad de la moneda nacional, lo que se identifica como una de las disímiles causas que explican el complejo entorno monetario actual. No obstante, el peso cubano ha atravesado por diversas etapas en términos de convertibilidad. Para una mejor comprensión de este fenómeno, se han seleccionado cinco períodos de estudio, que marcan diferentes tendencias de política en cuanto a la convertibilidad de la moneda, con diferencias entre el sector empresarial y de la población.

En este capítulo, a través de una cronología, se realiza una descripción de la convertibilidad del peso cubano en los últimos treinta años. En este sentido, se analizan los principales factores (internos y externos) que han marcado el comportamiento de la convertibilidad. Posteriormente, se estudian las causas fundamentales de la inconvertibilidad a lo largo de todo el periodo de estudio y sus consecuencias. Por último, se propone, en líneas generales, un conjunto de acciones necesarias para que el peso cubano recupere sus funciones dinerarias y su convertibilidad.

#### **3.1 Convertibilidad del peso cubano en los últimos treinta años**

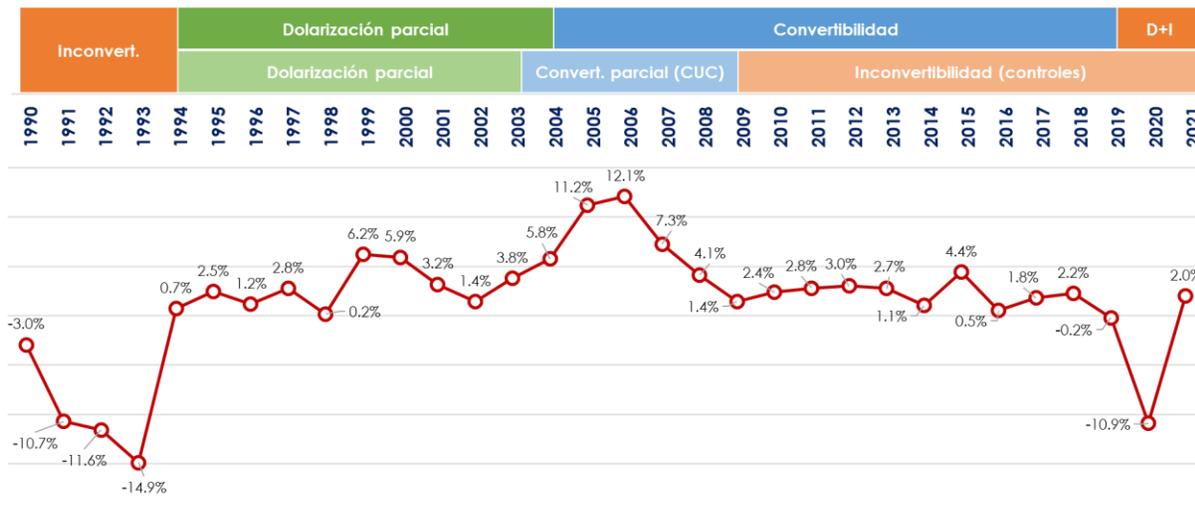
En el presente epígrafe se analiza la convertibilidad del peso cubano durante las últimas tres décadas. El análisis se subdivide en cinco apartados, atendiendo a las condiciones económicas y los controles que incidieron en la convertibilidad del peso cubano:

1. Inicio de la crisis del Periodo Especial (1990-1994).
2. Dolarización parcial (1995-2003).
3. Desdolarización y convertibilidad (2004-2008).
4. Pérdida de convertibilidad en el sector empresarial (2009-2018).
5. Redolarización (2019-2022).

En el Gráfico 1 se muestran las tasas de variación anual del PIB en diferentes etapas. En las filas superiores se muestran los períodos de convertibilidad de la

economía, según la clasificación hecha por la autora. La línea superior se refiere al sector de la población, mientras que la línea inferior corresponde al sector empresarial. Como puede apreciarse, aquellos periodos con crecimientos más altos coinciden con aquellos en los que se contaba con determinado nivel de convertibilidad. Por su parte, el crecimiento económico más deprimido coincidió con las etapas de mayor inconvertibilidad de la moneda nacional.

Gráfico 1: Convertibilidad y crecimiento en Cuba



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Anuario Estadístico.

### 3.1.1 Inicio de la crisis del Período Especial (1990-1994)

La caída del bloque soviético a inicios de la década de los noventa se tradujo en un fuerte shock externo para la economía cubana, pues significó la pérdida de los principales socios comerciales del país. Este fenómeno profundizó la crisis existente en la economía desde hacía un par de años. Las exportaciones de bienes cayeron en picada tanto en volumen como en valor, y con ello la actividad económica. El producto interno bruto experimentó fuertes contracciones en esta etapa, decreciendo en un 10.7% en 1991, un 11.6% en 1992, y un 14.9% en 1994 (NU.CEPAL, 2009).

A pesar de la compleja situación, se mantuvieron invariables el nivel de empleo y los salarios, con el objetivo de reducir los costos sociales. Al existir una oferta de

bienes y servicios sumamente contraída, lo anterior generó un exceso de dinero en manos de la población. Esta distorsión no se expresó en un primer momento en un proceso inflacionario, sino en un incremento de la liquidez en pesos en el segmento de la población, constituyendo un entorno de inflación reprimida y ahorro forzoso. Como era de esperarse, tal desequilibrio incentivó la especulación y proliferación de la economía informal, en la cual los precios sí tendieron al alza.

La escasez de divisas era sin dudas otro de los grandes problemas que azotaban la economía cubana en este período. No obstante, paralelamente, en el sector de la población la oferta en dólares experimentaba un crecimiento considerable, cuyas fuentes constituían el incremento de las remesas recibidas desde el exterior<sup>36</sup>, y el desarrollo del turismo como sector emergente.

A medida que las funciones dinerarias de la moneda nacional se deterioraban, el dólar estadounidense de forma espontánea comienza a sustituir al peso cubano. Sin embargo, se trata de un contexto en el que la regulación vigente penalizaba la tenencia y circulación del dólar, lo que forzaba la generación de todo un mercado sumergido en el que este operaba, por lo que la economía en su conjunto se encontraba ajena a todo este flujo de divisas.

Cabe señalar que el dólar, debido a que operaba en la informalidad, no desplazó al peso cubano en su totalidad. Los principales ingresos, dígame salarios; y una importante parte de los gastos (libreta de abastecimiento, servicios públicos, etc.) se mantuvieron en pesos cubanos. Asimismo, gran parte de las cuentas de ahorro se mantuvieron en moneda nacional. El presupuesto del Estado, los créditos bancarios y los pagos entre empresas conservaron una proporción significativa en pesos cubanos (Vidal , 2007).

Para erradicar esta situación, se implantaron una serie de reformas, entre las cuales se encontraban algunas encaminadas a captar parte de las divisas que operaban fuera del circuito estatal y que resultaban tan necesarias para sanear y restablecer

---

<sup>36</sup> El principal país emisor de dichas remesas era Estados Unidos.

la economía. En agosto de 1993, se despenalizó la tenencia privada de divisas y se autorizó la apertura de cuentas bancarias en moneda extranjera. Además, con el fin de incrementar la captación de ingresos públicos en divisas, se creó una red de tiendas estatales (TRD)<sup>37</sup> abastecida en forma creciente con productos importados para su venta en moneda extranjera (CEPAL, 1993).

En 1994 se crea las denominadas casas de cambio (CADECA, S.A), una institución no bancaria estatal, que inicia sus operaciones en 1995, conformando el mercado cambiario oficial entre el peso y el dólar para la población, de modo que se estableció la convertibilidad del peso cubano para este segmento.

A finales de 1994, el tipo de cambio en el mercado informal había alcanzado valores cercanos a 150 pesos por dólar. Gracias a toda una serie de medidas de estabilización macroeconómica se logró apreciar el peso cubano, manteniéndose el tipo cambiario de CADECA sobre los 20 pesos por dólar, fluctuando entre 19 y 23 a partir de marzo de 1996 (Doimeadiós & Hidalgo, 2011). Las casas de cambio desplazaron en poco tiempo el mercado cambiario paralelo que operaba en la informalidad, y brindaron estabilidad en el ámbito cambiario para el segmento de la población.

A diferencia del segmento de la población, en el sector empresarial el tipo de cambio no se ajustó, de modo que estaba sobrevaluado. En situación de aguda escasez de divisas, y dados los rasgos del sector empresarial cubano, una devaluación llevaría a la quiebra a un gran número de empresas. En este sentido, se optó por mantener el tipo de cambio sobrevaluado, con la finalidad de proteger al sector empresarial y, por consiguiente, a la población.

En general, son cuatro años altamente complejos para la economía cubana, en el que se producen toda una serie de desequilibrios macroeconómicos, cuyo impacto se hizo notar en todas las esferas de la sociedad cubana. Como fue expresado, el ámbito monetario sufrió numerosas distorsiones en este sentido, donde el peso

---

<sup>37</sup> Tiendas de recuperación de divisas.

cubano se vio sumamente perjudicado, especialmente por la pérdida de convertibilidad.

### **3.1.2 Dolarización parcial de la economía (1995-2003)**

Para esta etapa logró estabilizarse el entorno monetario. Según cifras oficiales la tasa de inflación, que alcanzó a 25,7% en 1994, disminuyó de manera notable y hubo deflación en seis años desde 1995 (1,0% en 2003). Otro de los logros importantes, fue la reducción del déficit fiscal de 33,5% en 1993 a 3,2% en 2003 (Mesa-Lago , 2005).

Con la aparición de CADECA, se cuenta en esta etapa que inicia en 1995, con un régimen cambiario para las transacciones de los hogares como agentes económicos. Dicho régimen sería de tipo de cambio fijo ajustado, puesto que el Banco Central en sus funciones de vigilancia de la oferta y demanda de divisas, movía el tipo de cambio.

Así, la población tenía acceso directo a divisas a través de remesas familiares, derrames del turismo, incentivos laborales y actividades privadas; y en paralelo, de forma indirecta, podía acceder a estas a través del mercado cambiario destinado a dicho sector.

El sector empresarial, a diferencia de la población no tenía acceso directo al mercado cambiario. Este operaba bajo un tipo de cambio fijo, sumamente sobrevaluado, y sujeto a controles. Las divisas se distribuían de manera centralizada acorde a lo establecido en el plan de la economía; pero las asignaciones no se realizaban directamente a través del presupuesto del Estado.

Dicho proceso de asignación se llevaba a cabo a través de la Caja Central de Divisas. Se trataba de una entidad que se encargaba en un principio de administrar los recursos del gobierno en dólares, y a su vez, actuaba para este sector como casa de cambio. Estas operaciones se realizaban al tipo de cambio oficial, un peso por un dólar. Con respecto a las unidades presupuestadas, estas adquirirían divisas

únicamente a través de los fondos otorgados previamente por el Presupuesto del Estado, de modo que este se veía en la obligación de destinar parte de sus recursos en pesos para adquirir la contrapartida en dólares asignada por la Caja Central.

Por otro lado, aquellas empresas pertenecientes al sector emergente de la economía, cuyos ingresos eran en divisas, una vez realizados sus aportes acordes al plan de la economía, acudían a la Caja Central para adquirir pesos. Estas empleaban la moneda doméstica esencialmente para realizar el pago de salarios, de modo que el diferencial implícito era transferido en su totalidad al Estado. En este sentido la Caja Central no operaba como un mercado cambiario, sino como un mecanismo de asignación de divisas ajustado a las prioridades definidas en el plan.

De este modo, dentro del propio sector empresarial surgieron dos grandes sectores: el sector emergente, que comenzó a transar directamente en dólares y a operar con mecanismos de gestión y control más descentralizados; y el sector tradicional, cuyas operaciones se realizaban en moneda nacional y dependían de las decisiones centralizadas para acceder a las divisas (Pérez, Hernández, & Hidalgo, 2003). Ha de destacarse que las empresas ancladas al sector tradicional podían adquirir dólares una vez que lograsen insertarse en los mercados internos de divisas o en los de exportación, sin que mediase ninguna institución cambiaria.

En suma, se estaba ante un régimen cambiario múltiple, existiendo de forma simultánea un régimen de flotación administrada para las transacciones de la población, un régimen de tipo de cambio fijo (sobreevaluado) con controles cambiarios para las empresas y unidades presupuestadas, y un régimen de dolarización para el sector emergente. La dolarización parcial de la economía que implicaba este nuevo esquema, sumado a los controles cambiarios impuestos al sector empresarial tradicional constituyeron factores clave para mitigar el problema de la inconvertibilidad de peso cubano.

Según (Hidalgo, 2008) la dualidad y la segmentación de la economía favorecieron el ajuste gradual, permitiendo diseñar un sistema de transferencias para apoyar los programas sociales prioritarios e ir logrando el reacomodo del sector tradicional.

### **3.1.3 Desdolarización y convertibilidad (2004-2008)**

En 2004, a pesar de haberse enfrentado a distintas adversidades<sup>38</sup>, en el país se evidenció una mejoría en cuanto a los indicadores macroeconómicos. El producto interno bruto se incrementó (3%) por segundo año consecutivo, se logró superávit en la cuenta corriente (176 millones de dólares) después de varias décadas de saldos externos negativos (NU.CEPAL.Subsede de México, 2005). Se presenciaba, por tanto, un contexto en el que se había logrado una mayor estabilidad macroeconómica y cierto crecimiento, contándose así con las condiciones necesarias para revertir el proceso de dolarización parcial.

La política de desdolarización institucional en el segmento de la población, inició en 2004, proceso que ya había comenzado en el sector empresarial desde 2003. El proceso se basó en el reemplazo progresivo del dólar por el peso convertible (CUC). El Banco Central emite esta nueva moneda por primera vez en 1994; en un inicio se utilizó de manera muy limitada como medio de pago en los mercados minoristas. Por ende, no tuvo importancia en el entorno monetario hasta 2003, cuando reemplaza al dólar estadounidense.

En julio de 2003 a través de la Resolución 65, se estableció el peso convertible como único medio de pago para denominar y ejecutar aquellas transacciones que solían realizarse en dólares en los marcos del sector empresarial. A un tipo de cambio de un dólar por peso convertible, todas las cuentas en divisas fueron cambiadas a esta moneda. De igual forma, los ingresos recibidos en monedas extranjeras serían de manera automática canjeados por los bancos una vez depositados.

El sector empresarial operaría desde ese entonces bajo un nuevo régimen cambiario para la compraventa de divisas con pesos convertibles. Las empresas

---

<sup>38</sup> Entre los shocks adversos destacan: el que se haya enfrentado la mayor sequía en los últimos 100 años, el azote de dos huracanes (Charley e Iván) y la intensificación del bloqueo económico a partir de nuevas medidas unilaterales estadounidenses (ampliación de restricciones para el envío de remesas y viajes a Cuba, y presión a banco extranjeros para entorpecer los flujos financieros externos al país)

que no ingresaban en CUC y las entidades presupuestadas, a la hora de realizar alguna transacción en moneda extranjera debían solicitar una autorización al Banco Central para poder comprar dichas divisas, lo que dio paso a la creación de los Comité de Aprobación de Divisas (CAD).

El 8 de noviembre del 2004, mediante la Resolución 80, como parte del proceso de desdolarización, el Banco Central estableció que todas las entidades que operaban en dólares en efectivo solo aceptarían pesos convertibles en los marcos del territorio nacional. Esto representó, a su vez, una respuesta a las acciones tomadas por el gobierno de los Estados Unidos dirigidas a impedir el uso de recursos en dólares en efectivo. En este año el reemplazo del dólar por el peso convertible se trasladó al sector de la población, al comenzar a cobrarse todos aquellos servicios que se ofrecían en dólares tanto a los locales como a extranjeros en CUC. La tasa de cambio a la que se produjo la modificación de los precios fue de un peso convertible por dólar.

En este período los depósitos en dólares se mantuvieron. No obstante, se evidenció un alto nivel de desdolarización de los mismos. Los depósitos en pesos cubanos y pesos convertibles fueron desplazando los depósitos en dólares, hecho que se explica, entre otros factores, a partir de las diferencias entre las tasas de interés a favor del peso cubano (Pérez, 2011).

Como parte del proceso de desdolarización, y en respuesta a las restricciones establecidas por parte de la administración norteamericana, otra medida tomada, que no afectó la convertibilidad, pero que sí resultó muy efectiva, fue la imposición de un gravamen del 10% a la compra de pesos convertibles o pesos cubanos con dólares en efectivo, con la finalidad de estimular la entrada de divisas al país diferentes al dólar. Antes de esta medida la entrada de dólares en Cuba representaba el 80 por ciento de los flujos de efectivo desde el exterior, y se redujeron en el plazo de un año a un 30 por ciento, aumentando sobre todo los ingresos en euros (Vidal , 2008).

En marzo de 2005 se fijaría la tasa de cambio oficial en 24 pesos cubanos por cada peso convertible o dólar para la compra y 25 pesos cubanos para la venta, hecho que revaluó en 7.5 por ciento esta moneda (Vidal , 2008).

Con el proceso de desdolarización llevado a cabo entre 2003 y 2004 se logró recuperar la confianza en el peso cubano, y le ofreció seguridad a la nueva moneda en circulación, el peso convertible. La dualidad monetaria permanecía, con la diferencia de que ambos signos monetarios serían emitidos por el Banco Central de Cuba, lo que fortalece la soberanía monetaria del país. No obstante, la circulación bimonetaria y la dualidad cambiara continuaban siendo un problema a resolver en un futuro, condiciones necesarias para el éxito del proceso de desdolarización iniciado en 2003.

En síntesis, en el segmento de la población la convertibilidad se mantuvo, con el agregado de que solo circulaban dos monedas nacionales a lo interno del país. En cuanto al sector empresarial, los mecanismos de asignación de divisas prevalecían semejantes, con el sector emergente y los restantes sectores de la economía estarían conectados a través de una moneda nacional, el CUC.

Contar con una moneda nacional convertible, si bien no eliminó la segmentación de los mercados, al menos redujo las barreras entre los diferentes sectores empresariales, y entre los flujos financieros del mercado cambiario de la población y las empresas (Hidalgo, 2008). Ello facilitó encadenamientos productivos, y con ello, mejores resultados en cuanto al desarrollo de la actividad económica en el país (ver gráfico 1). Se estaba entonces, en una etapa en la que en términos de convertibilidad se enfrentaban condiciones más ventajosas respecto a las anteriores.

No obstante, cabe señalar que la emisión de CUC debía corresponderse con los flujos en dólares y la demanda de bienes y servicios de dicha moneda. De lo contrario, la extensión de la brecha entre CUC y las divisas conduciría a la pérdida del poder adquisitivo de la primera. Por consiguiente, este nuevo esquema sería sostenible siempre y cuando se mantuviera la convertibilidad del CUC.

### **3.1.4 Pérdida de convertibilidad en el sector empresarial (2009-2019)**

La situación económica en 2009 continuó las tendencias negativas experimentadas desde el año anterior, que se evidenciaron en un deterioro de la convertibilidad de la moneda nacional. En 2008 la economía cubana recibió fuertes shocks externos que expusieron los problemas de fondo que venían acumulándose. Se produjo una crisis de la balanza de pagos resultado de diversos factores entre los que destacan: la caída de los términos de intercambio, una compleja situación climática<sup>39</sup> y la crisis *subprime* que sacudió el mercado mundial y que afectó la financiación externa y las exportaciones cubanas.

Sumado al complejo escenario, como una de las principales razones de la crisis de convertibilidad, se identifica la excesiva emisión de CUC. En ausencia de alguna regla monetaria que impusiese disciplina en la emisión del peso convertible, la cantidad de CUC emitida superó las reservas en divisas que respaldaban su convertibilidad.

En consecuencia, el sistema bancario cubano perdió su capacidad para operar el sistema de pagos, y los pagos y transferencias (en moneda dura) al extranjero se detuvieron. En este sentido, desde mediados de 2008 Cuba suspendió temporalmente los pagos de deuda externa a acreedores clave como Canadá, Francia, Alemania y Japón (Vidal & González, 2010). Las instituciones bancarias y financieras no contaban con las reservas necesarias para sostener el pago de la deuda, y se enfrentó una severa crisis de liquidez. De este modo, se produjo una pérdida de la convertibilidad parcial que se había logrado mantener estable en los últimos trece años.

Ante este escenario, el plano de acción se limitaba a llevar a cabo una devaluación o mayores controles cambiarios; optándose por un nuevo esquema de asignación de divisas para las entidades públicas (Lage, 2016). En este sentido, en 2009 el Estado comienza a emitir certificados de capacidad de liquidez (CL) para la

---

<sup>39</sup> En 2008 la isla fue impactada por tres huracanes (Gustav, Ike y Paloma).

asignación de divisas al segmento empresarial, los que estarían en función de la disponibilidad de divisas y las prioridades del Plan. A partir de este momento solo las cuentas bancarias en pesos convertibles que se hallasen respaldadas por CL tendrían acceso a divisas y, por consiguiente, tendrían la capacidad de efectuar pagos al exterior.

Con respecto a aquellas empresas que operan en pesos cubanos, lógicamente se mantiene la asignación centralizada de divisas para poder para poder llevar a cabo sus importaciones; las cuales serían asignadas desde la Cuenta única de ingresos de divisas del Estado. El mecanismo de asignación a través del CL en la práctica constituyó una devaluación “administrada” del peso convertible (Lage, 2016). Superaba los límites de un mercado cambiario bajo controles para representar un esquema asignación de permisos para la compra de divisas.

Otro aspecto relevante en términos cambiarios radica en que para el sector empresarial el peso cubano equivalía a un peso convertible; de modo que se estaba ante un tipo de cambio extremadamente sobrevaluado, lo cual distorsionaría toda la medición económica, desde los balances contables hasta el cálculo del PIB (Vidal , 2008). Ante esta tasa de cambio, el peso cubano mantenía un valor excesivamente alto, que sostendría de forma artificial la rentabilidad de un conjunto de empresas que en la práctica eran irrentables. Téngase en cuenta que dicha paridad cambiaria no se identifica únicamente en la etapa en cuestión, sino que fue el tipo de cambio existente en todos los periodos analizados hasta 2021, cuando se produce la unificación cambiaria.

Es necesario destacar que, a pesar de las dificultades que acechan en este periodo, la convertibilidad en el sector de la población se mantuvo, lo que se explica en principio por el incremento de la oferta de divisas gracias al aumento de las remesas y la expansión del turismo.

Las remesas en efectivo a Cuba presentaban una tendencia de crecimiento constante y exponencial. De 1,447.06 millones de dólares registrados en el 2008

pasaron a 3,444.68 millones de dólares en el 2016, generando un crecimiento promedio anual de 221.96 millones de dólares (Morales, 2018).

Respecto al turismo, con la llegada de Barack Obama a la presidencia se produjo un cambio en la política estadounidense que aumentó el dinamismo del sector, lo que, como se aprecia en el Gráfico 2, se reflejó en un incremento sostenido de los visitantes internacionales.

Gráfico 2. Visitantes internaciones (unidad)



Fuente: *Elaboración propia a partir de Series Estadísticas de la ONEI*

Por otra parte, la demanda de divisas del segmento de población era baja. Este sector generalmente recurría al mercado cambiario con el fin de vender divisas, no comprarlas, de modo que la oferta de la población superaba la demanda. Ello evitó la ruptura del sistema cambiario y la pérdida de la convertibilidad. Para las personas naturales se mantenía el tipo de cambio de 24 pesos cubanos por peso convertible, e igualmente las mismas podían realizar operaciones de compra y venta de divisas a cambio de pesos convertibles. La tasa vigente era de un peso convertible igual a

1,08 dólares estadounidenses<sup>40</sup>. La tasa de cambio con relación al resto de monedas extranjeras se hallaba en función del valor del dólar en el mercado financiero internacional.

El entorno monetario característico de esta etapa resultaba complejo. La dualidad monetaria y cambiaria, la sobrevaloración del tipo de cambio y la inconvertibilidad del peso cubano en el segmento de las empresas, constituían problemas que detonarían una crisis evidente en el mediano plazo, y que, según (Vidal , 2008), al estar estrechamente relacionados, deberían resolverse de manera simultánea.

### **3.1.5 Redolarización (2019-2022)**

Tras los problemas de convertibilidad en los años previos, en 2019 se producen determinados shocks externos, que, junto a medidas tomadas a lo interno del país, provocaron el deterioro de la convertibilidad. En los 25 años precedentes, si bien nunca hubo convertibilidad total, se lograron avances en el sector empresarial (aunque con visibles deterioros en la última década) y más de 20 años de total convertibilidad en el sector de la población.

El recrudecimiento del bloqueo con la administración Trump agravó la compleja situación en términos de convertibilidad que venía presentando la economía cubana. A su vez y como respuesta al deterioro creciente de la balanza de pagos, en 2019 se dio un proceso de dolarización parcial, a partir de la creación de una red de tiendas minoristas que operarían en divisas (MLC)<sup>41</sup>, hecho que trajo consigo un aumento considerable de la demanda de divisas, al punto de superar en muy poco tiempo la oferta existente, dando al traste con la convertibilidad de la moneda nacional en el sector de la población, la cual se había mantenido relativamente estable desde 1995.

---

<sup>40</sup> A partir del 9 de abril de 2005, a través del Acuerdo 15 del Comité de Política Monetaria del Banco Central, se revaluó la tasa de cambio del peso cubano convertible con relación al dólar y las restantes monedas extranjeras en un 8%.

<sup>41</sup> Moneda Librementemente Convertible.

En enero de 2021 se comienza a efectuar la denominada “Tarea Ordenamiento”, que consistió en un paquete de reformas, que perseguía alcanzar un sistema monetario y cambiario unificado. Desde cierta perspectiva la tarea eliminó la dualidad monetaria, al suprimir el peso convertible. A su vez, unificó los tipos de cambio, al devaluar la tasa en el sector empresarial hasta 24 pesos cubanos por dólar estadounidense, valor al que efectuaba operaciones de compra y venta de dólares el segmento de la población.

Estas medidas se implementaron en paralelo con una serie de reformas de precios, salariales y pensiones, bajo el supuesto de que lograrían reducir los costes sociales que estas transformaciones implicarían para la sociedad. Sin embargo, dadas las condiciones críticas en que se encontraba la economía cubana<sup>42</sup> en el momento en que se da inicio a la serie de transformaciones, el impacto negativo en la sociedad de estas reformas superó el estimado.

Con la agudización de las sanciones estadounidenses, las dificultades que enfrentan los bancos cubanos para depositar en el mercado internacional los dólares en efectivo aumentaron. En una controvertida medida, el Banco Central decretó que a partir del 21 de junio de 2021 las instituciones financieras cubanas no recibirían más dólares en efectivo, aunque prevalecían las operaciones electrónicas en dólares a través de cuentas bancarias, transferencias, tarjetas y otros instrumentos de pago (Vidal , 2021). La decisión resultó contradictoria ante el proceso de dolarización iniciado en 2020, por lo que añadió incertidumbre y desconfianza sobre la gestión de la política monetaria.

La segmentación de mercados que pretendía eliminarse con las transformaciones prevalece, con la diferencia de que en esta ocasión el mercado paralelo opera en divisas y no en pesos convertibles. Lo mismo ocurre con la dualidad monetaria,

---

<sup>42</sup> La Isla, como casi todos los países, fue afectada por las consecuencias de la emergencia sanitaria del Covid-19. El impacto súbito y generalizado del coronavirus y las medidas de suspensión de las actividades que se adoptaron para reducir su propagación ocasionaron una drástica contracción de la economía mundial. Los efectos fueron particularmente profundos en aquellos países que dependen en gran medida del comercio internacional, el turismo, las exportaciones de productos básicos y el financiamiento externo. Banco Mundial

desde que el dólar ha comenzado a suplir las funciones dinerarias de la moneda doméstica, operando ya no solo en el mercado formal a través de los circuitos comerciales que ingresan en esta divisa, sino que su uso se ha trasladado al mercado informal. En esta segunda economía, el precio del dólar en el mercado ha ido creciendo considerablemente, llegando a tomar valores máximos que alcanzaron los 200 pesos cubanos por dólar en febrero de 2022<sup>43</sup>. Esta depreciación acelerada del peso cubano resulta un fenómeno lógico dada la situación existente, con un impacto directo en el nivel de precios del sector informal de la economía, acentuando aún más el proceso inflacionario.

En suma, la concurrencia de la crisis a lo interno y externo de la isla producto de la pandemia, la redolarización parcial, y las reformas monetarias y cambiarias, agudizaron y ampliaron las distorsiones que acumulaba la economía cubana desde etapas anteriores. Todo ello se expresó en inflación, cadenas de impagos, deterioro significativo del tejido productivo y pérdida de convertibilidad de la moneda doméstica en todos los segmentos de la economía. Por consiguiente, respecto a periodos previos, es evidente un retroceso en términos de convertibilidad de la moneda nacional, lo que deja retos significativos en materia de política económica.

### **3.2 Causas y consecuencias de la inconvertibilidad del peso cubano**

La economía cubana atraviesa el peor momento tras la desaparición de la Unión Soviética. La acelerada inflación<sup>44</sup>, el elevado déficit fiscal (11.7% del PIB en 2021), la limitada oferta, la dolarización parcial<sup>45</sup> y los esfuerzos fallidos de estabilización son determinantes de la actual crisis económica. En semejante contexto, la

---

<sup>43</sup> Dato tomado del sitio web no oficial: <https://eltoque.com>, en donde se plantean valores referenciales del tipo de cambio en el mercado informal a tiempo real.

<sup>44</sup> En agosto de 2022 el Índice de Precios al Consumidor se ubicó en 233,03 con respecto a la base (2010), la variación mensual es de 2,33 %, la variación acumulada de 20,01 % y una variación interanual de 34,31 % (ONEI , 2022).

<sup>45</sup> Es válido destacar que, a diferencia del proceso de dolarización de los años noventa, el actual es un proceso inducido tras las medidas.

introducción de la convertibilidad resulta un objetivo difícil de alcanzar, a la par que necesario.

Un primer paso en este sentido sería identificar las causas que han conducido históricamente a la inconvertibilidad de la moneda nacional. El estudio previo permite identificar ciertos rasgos distintivos en los períodos en que más se afecta la convertibilidad y que están vigentes en la economía cubana actual.

La causa más evidente de la inconvertibilidad de la moneda nacional es la existencia de un tipo de cambio sobrevaluado. Sin embargo, se trata de un fenómeno explicado por multiplicidad de factores de diversa naturaleza.

En primer lugar, es necesario destacar que la economía cubana presenta un patrón de inserción internacional marcado por un **déficit estructural de divisas**, lo que necesariamente conduce a la pérdida de convertibilidad de la moneda nacional. El bloqueo económico y financiero impuesto por Estados Unidos, y el limitado acceso a mercados y financiamientos externos son factores determinantes en este sentido. Tales restricciones conducen a que el país, lejos de financiarse con flujos externos (cuenta capital), deba hacerlo necesariamente con ingresos de las exportaciones (cuenta corriente).

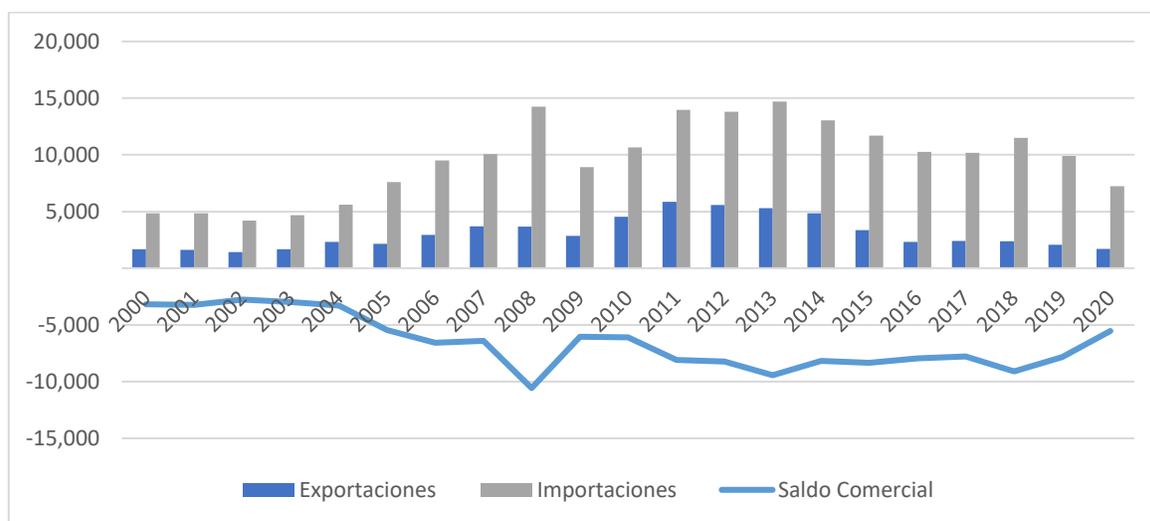
Como se enunció, la **sobrevaluación del tipo de cambio frente al dólar** constituye una de las principales causas de la inconvertibilidad del peso cubano. La permanencia de un tipo de cambio sobrevaluado (principalmente en el sector empresarial) obliga al uso de restrictos controles cambiarios y de capital, lo que desincentiva la inversión extranjera, segmenta los mercados, restringe las cadenas de valor y, por consiguiente, debilita la economía (Torres, 2014).

La sobrevaluación del tipo de cambio oficial produce una subvaloración contable de los ingresos por exportaciones expresados en moneda doméstica. Esto genera efectos nocivos, sobre todo para el sector exportador, y en general sobre la rentabilidad de las empresas, de modo que establece graves distorsiones a la

política de incentivos al comercio exterior, generando subsidios implícitos desde el sector exportador al importador (Calzado, 2017).

Lo anterior se evidencia en una comparativa entre las exportaciones e importaciones de bienes en Cuba. En el Gráfico 3 se aprecia como el intercambio externo en este sentido está determinado por un alto componente importado y bajas exportaciones y, por consiguiente, sostenidos déficits comerciales en la balanza de bienes.

Gráfico 3. Intercambio y saldo total del sector externo.



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

La **irracionalidad de los precios internos** es otra de las causas, y tiene su génesis en diversas razones. Por un lado, se encuentran los desajustes producto de erróneas interpretaciones del concepto de planificación. Los precios de los bienes y servicios fundamentales de la economía son fijados administrativamente. La forma en la que se ha implementado la planificación ha sido contraproducente con los objetivos de política en disímiles ocasiones. El alto grado de centralización, con una desconexión total de las fuerzas que rigen el mercado, ha conducido al uso de controles de precio por periodos muy prolongados; hecho que genera un sistema de precios ficticios que no hallan respaldo en la economía real.

El sistema de precios, a su vez, se encuentra altamente afectado por la dualidad cambiaria y la sobrevaluación del tipo de cambio. Este fenómeno impide que los precios actúen como indicadores reales del funcionamiento de la economía. Junto a ello, la segmentación que ha distinguido el sistema cambiario cubano provocó el divorcio de los circuitos monetarios no estatal y estatal, lo que acentúa la irracionalidad de precios.

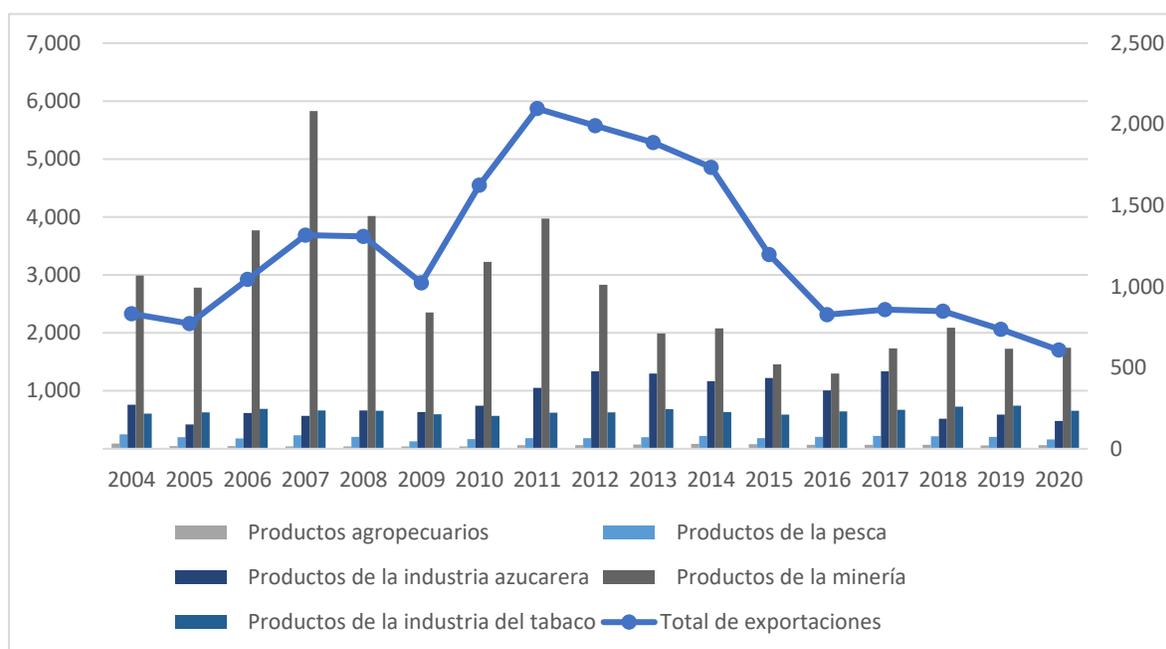
Con relación a la **inconvertibilidad de bienes y servicios básicos**, la estructura productiva ha manifestado en los últimos veinte años ciertas tendencias que han conducido a continuos desequilibrios entre oferta y demanda. Entre ellas destacan el mal rendimiento en los sectores de bienes (incluido el sector de las exportaciones) y la alta concentración de las ventas extranjeras en algunos artículos de exportación, generalmente el bajo valor añadido (ver gráfico 4). A su vez, se encuentra el declive en varias ramas de la industria, como por ejemplo la fabricación de bienes de capital, y el empleo altamente concentrado en servicios que no son negociables.

Lo anterior ha llevado a un crecimiento muy lento de la productividad, a bajas tasas de acumulación y a una redistribución sistemática de los recursos de los pocos sectores dinámicos al resto de la economía y el sector social (Torres, 2014). Semejante trayectoria, en una economía con un patrón de inserción internacional marcado por déficit estructural de divisas<sup>46</sup>, necesariamente conduce a la pérdida de convertibilidad.

---

<sup>46</sup> A las causas previamente enunciadas, se suman el alto componente importado y la tendencia creciente de la deuda externa.

Gráfico 4. Exportación de mercancías por grupo de productos (millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Series Estadísticas de la ONEI

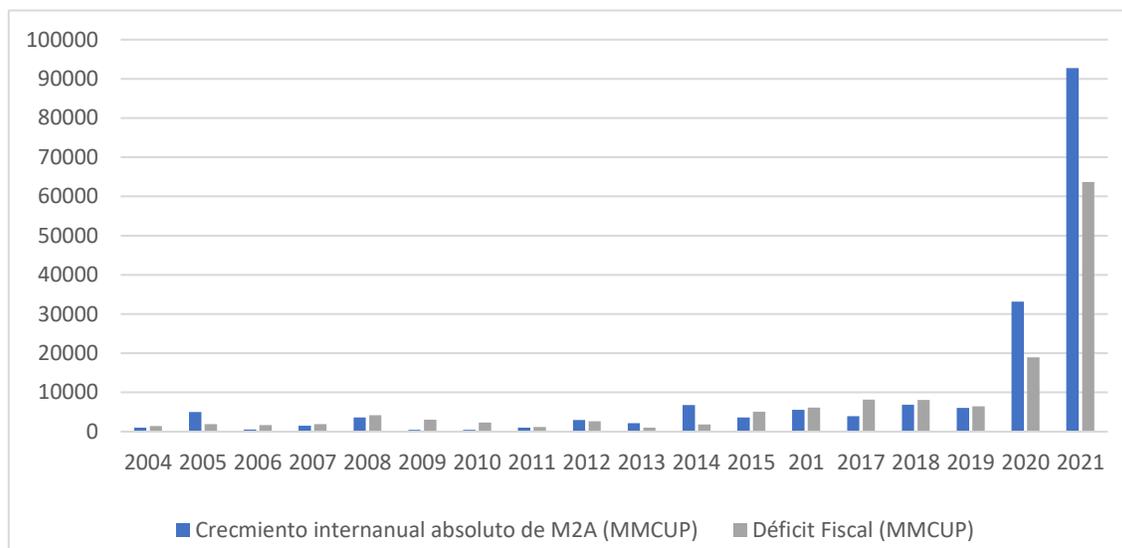
Análogamente, en el **plano institucional**<sup>47</sup>, existen en Cuba graves problemas de coordinación y secuencia en materia de política macroeconómica. Con frecuencia se producen conflictos entre objetivos e inconsistencia de políticas, lo que retrasa la toma de decisiones acertadas y conduce a la pérdida de credibilidad de las autoridades. Un ejemplo elocuente se muestra en como los esfuerzos dirigidos a reducir la emisión monetaria generalmente han sido contrarrestados por acciones de política fiscal.

En consecuencia, la falta de coordinación entre las políticas monetaria y fiscal ha generado considerables desequilibrios que contribuyeron a la pérdida de convertibilidad parcial en 2019, y que, a día de hoy, obstaculizan el diseño e implementación de un programa estabilización que logre revertirlos.

<sup>47</sup> Aquellos elementos de corte institucional se entienden como las reglas del juego que rigen la sociedad y las relaciones entre los agentes económicos que influyen sobre la toma de decisiones.

Lo anterior está condicionado en esencia por la existencia de dominancia fiscal. El financiamiento del gobierno constituye la principal fuente de emisión monetaria en la economía cubana, situación agudizada en los últimos años debido a la aceleración del crecimiento del déficit fiscal<sup>48</sup> (ver gráfico 5).

Gráfico 5: Incremento del agregado monetario M2A<sup>49</sup> vs. Déficit Fiscal.



*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Series temporales y Anuarios Estadísticos de la ONEI.*

Una de las ideas más repetidas por la teoría económica neoclásica convencional explica la relación casi directa que existe entre déficit fiscal e inflación, y cómo, ante monetizaciones continuadas de altos déficits, el crecimiento continuado del nivel de precios es inevitable (Lage & Gónzales , 2015). La acumulación de déficits presupuestarios elevados, en conjunto con las cuasifiscalidades<sup>50</sup>, generaron una

<sup>48</sup> Entre 2017 y 2020 la magnitud del déficit fiscal fue superior a los valores acumulados durante las dos décadas anteriores.

<sup>49</sup> Agregado monetario que suma el efectivo en circulación, las cuentas de ahorro a la vista, depósitos a plazos fijo y las cuentas corrientes de personas naturales.

<sup>50</sup> Desde una perspectiva funcional, las operaciones cuasifiscales son delegaciones no formales de competencias desde la institución fiscal hacia otras entidades. En consecuencia, se expresan de manera similar a gastos, impuestos y subsidios; solo que al no registrarse correctamente en el presupuesto son excluidas a la hora de tomar decisiones que se someten al escrutinio político (Hidalgo & Barceló, Cuasifiscalidad y entorno institucional: un punto para el debate sobre fiscalidad en Cuba, 2013).

inyección de circulante sin contrapartida de oferta y bienes que erosionaron el poder adquisitivo del peso cubano, y en consecuencia los ingresos reales de las familias en dicha moneda (Hidalgo, 2008).

Por tanto, el incremento de la oferta monetaria, sin una expansión de la demanda de dinero en paralelo, deviene inevitablemente en un aumento generalizado de los precios. Es necesario señalar, que la inflación<sup>51</sup> que ha enfrentado la economía cubana en el pasado y la actual, es un fenómeno multicausal. En él confluyen otros factores como son: déficit de oferta, presión de costos y de expectativas.

El exceso de liquidez en pesos cubanos y las distorsiones de precios resultado de una excesiva monetización del déficit fiscal, además de deteriorar los equilibrios macroeconómicos, profundizan y agravan la situación de convertibilidad nacional.

Otro aspecto institucional que influye en la inconvertibilidad de la moneda nacional se asocia a la forma en la que se conduce la planificación en Cuba. El alto grado de centralización, basado en la agregación de planes de las empresas y los balances sectoriales provoca una desconexión entre los flujos monetarios en moneda nacional y en divisas que genera fuertes presiones sobre la inconvertibilidad del peso cubano. Por consiguiente, construir un nuevo esquema de planificación constituye un elemento esencial para reducir los problemas de inconvertibilidad.

En este sentido, cabe señalar que existen también problemas de regulación y distorsiones en los mecanismos microeconómicos que limitan las capacidades del país para generar divisas. Entre las principales trabas destacan el bajo desarrollo de las relaciones monetario-mercantiles, limitado rol de las variables precio, escasa

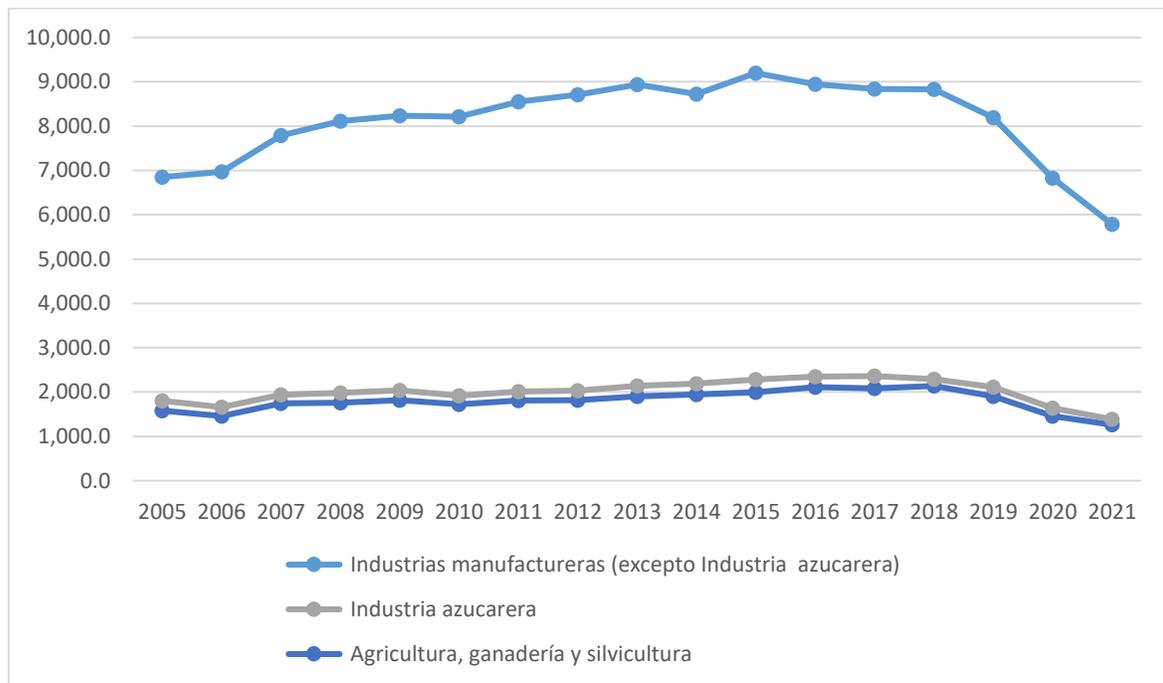
---

<sup>51</sup> La inflación en Cuba es un fenómeno complejo, no únicamente por sus diversas causas, sino por lo segmentada que se manifiesta en la economía. La existencia de mercados formales e informales, que operan en paralelo, con condiciones y reglas totalmente diferentes complejizan el estudio del proceso inflacionario. Al existir un alto déficit de oferta de bienes y servicios en los mercados oficiales, el incremento de los precios se traslada a la segunda economía, en donde la obtención información y por consiguiente el análisis resulta una tarea compleja. A todo ello se le suma la permanencia de precios fijados administrativamente entre los productos “ofertados” en el sector estatal, lo que deja las estimaciones oficiales de la inflación muy por debajo del nivel que alcanza en la práctica.

autonomía de las empresas estatales y la verticalización de la planificación. Todo ello ha influido de forma negativa en los procesos de asignación de recursos, reduciendo la capacidad productiva del país y, en consecuencia, la capacidad exportadora.

En el Gráfico 6 resulta notable el deterioro que ha experimentado el sector industrial; la agricultura, ganadería y silvicultura, incluso ante de la crisis de la Covid-19.

Gráfico 6. Evolución del sector industrial, la agricultura, ganadería y silvicultura.  
(millones de pesos)

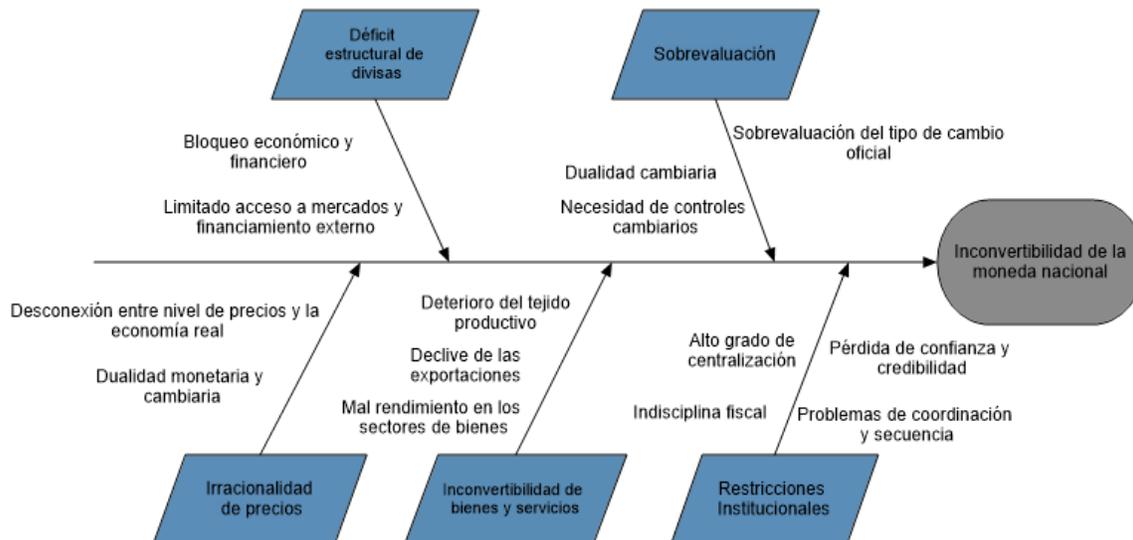


*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Series temporales y Anuarios Estadísticos de la ONEI.*

Como pudo apreciarse, la mayoría de las causas previamente analizadas se han acentuado en los últimos años (ver figura 1). El escenario económico que enfrenta Cuba hoy resulta altamente complejo. A pesar de las transformaciones llevadas a cabo a principios de 2021, que pretendían eliminar las fuertes distorsiones monetarias y cambiarias, en la práctica estas se han agudizado. La inconvertibilidad

de la moneda nacional, que hasta 2019 había sido un fenómeno exclusivo del sector estatal ahora se extiende a todos los segmentos de la economía y con ello sus consecuencias.

Figura 1. Principales causas de la inconvertibilidad de la moneda nacional.



Fuente: Elaboración propia.

La inconvertibilidad y el deterioro de las funciones de la moneda nacional presionan a la profundización de esquemas de dolarización. Este es un fenómeno que se experimentó tanto en los noventa, como en la actualidad, y constituye una solución a corto plazo para garantizar el acceso de determinados agentes a una moneda convertible. Según (Vidal , 2020) el tener que recurrir en 2020 al dólar estadounidense para hacer funcionar los mercados domésticos y las empresas estatales es una consecuencia del fracaso de las políticas e instituciones que operaron tras la desdolarización. La sobreemisión monetaria, la falta de una regla transparente, y la sobrevaluación del tipo de cambio socavaron la convertibilidad y la credibilidad de la moneda nacional.

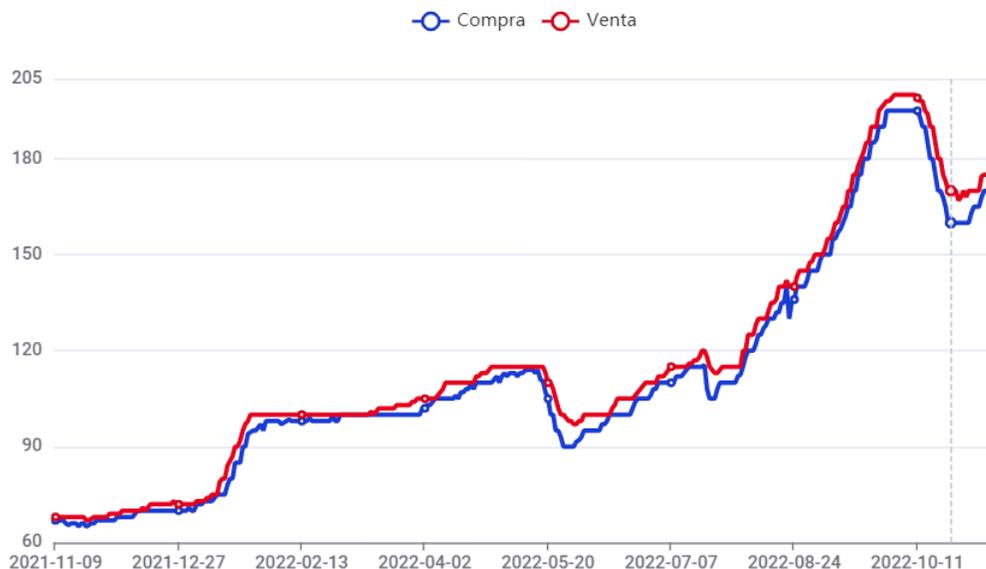
Todo ello condujo a que cada vez las monedas extranjeras (especialmente el dólar) desplazaran al peso cubano de sus funciones, y con ello la pérdida de soberanía en la conducción de la política económica.

Otro fenómeno que se ha agravado tras la pérdida total de convertibilidad es la expansión de los mercados informales. El cierre del mercado cambiario oficial de divisas, en medio de un proceso de dolarización parcial de la economía, deformó aún más el complejo entorno monetario y cambiario existente, cuyas consecuencias se vieron reflejadas de manera acelerada en el sector informal de la economía.

Mientras se suspendía la venta de dólares a la población en las casas de cambio, el nuevo segmento que operaba en divisas se seguía expandiendo; en un principio se trataba de puntos comerciales destinados a la venta de equipos electrodomésticos. No obstante, en julio de 2020 se produjo una expansión de estas tiendas llegando a ofertar bienes de primera necesidad, en un entorno en que la oferta en las redes de tiendas que operan en moneda nacional se reducía progresivamente. Ante las condiciones descritas se produce un exceso de demanda de divisas, que en el mercado cambiario informal se tradujo en una depreciación de la moneda doméstica.

Lo anterior, puede apreciarse en el Gráfico 7, donde se evidencia la acelerada depreciación que ha experimentado el tipo de cambio informal en el último año.

Gráfico 7 : Evolución del tipo de cambio informal (2021-2022)



*Fuente: Extraído del sitio web no oficial [www.eltoque.com](http://www.eltoque.com)<sup>52</sup>*

### 3.3 Reflexiones finales

La delicada situación económica que se evidencia en Cuba en los últimos años deja retos considerables en materia de política económica. Si se desea estabilizar la economía y comenzar a transitar sobre una senda de crecimiento resulta primario solucionar los problemas de inconvertibilidad y revertir la dolarización.

Dada la multiplicidad de causas de la inconvertibilidad del peso cubano, es necesario el diseño e implementación de un programa de estabilización integral. El mismo debe incluir medidas de austeridad fiscal y modificaciones en la política monetaria y cambiaria, sumado a cambios estructurales e institucionales<sup>53</sup>.

Inicialmente, el objetivo general sería la determinación de un tipo de cambio fundamentado, coherente con los objetivos de política económica, que garantice la convertibilidad de la moneda nacional y sustituya la asignación centralizada de divisas y los controles cambiarios por un mecanismo más eficiente. Sin embargo, dada la compleja situación macroeconómica que enfrenta el país, su alcance debería lograrse mediante medidas graduales y consistentes.

Solventar el problema de la dualidad monetaria y cambiaria continúa siendo una de las prioridades en materia de política monetaria y cambiaria. El proceso iniciado con la “Tarea Ordenamiento” fracasó en su intento de unificar las monedas<sup>54</sup> y los tipos

---

<sup>52</sup> <https://eltoque.com/tasas-de-cambio-de-moneda-en-cuba-hoy#informal-calc>

<sup>53</sup> En 2008, el gobierno cubano emprendió una etapa de transformaciones en el modelo económico a la que dio en llamar “actualización”. Desde entonces, se aprobaron una serie de documentos que orientarían la nueva etapa de cambios: Lineamientos (PCC, 2011); Conceptualización (PCC, 2016) y Bases para un Plan de desarrollo hasta 2030 (PCC, 2016). Sumado a ello, en abril de 2019 se adoptó una nueva Constitución que reconoce entre otros cambios entre, la propiedad privada sobre medios de producción, aunque en un modelo con preponderancia para la empresa estatal (Torres , Cuba: la transformación económica en un nuevo escenario , 2021). Muchos de los cambios pertinentes han sido dilatados en el tiempo. Junto a ello, se han enfrentado problemas de secuencia entre las transformaciones, lo que le resta efectividad a la reforma.

<sup>54</sup> Es cierto que desde 2021 el peso cubano es el único símbolo monetario del país, sin embargo, al estar la economía parcialmente dolarizada, en la práctica, no se logró la unificación, pues son varias las monedas que operan en los diferentes mercados. Esta tendencia se incrementa a medida que

de cambio. La segmentación entre la población y el sector empresarial persiste, al igual que se mantiene un tipo de cambio sobrevaluado en el sector estatal<sup>55</sup>. Es necesario diseñar un régimen cambiario sostenible, que permita ejercer de manera efectiva la gobernanza sobre la política cambiaria.

Dadas las complejas condiciones de partida (Hidalgo & Triana, 2022) recomiendan diferenciar el proceso de estabilización cambiaria en dos etapas. En una primera, mantener el segmento del sector de los hogares limitado a transacciones corrientes bancarias, del segmento empresarial. En el mercado cambiario de los hogares, la tasa deberá expresar las condiciones reales de oferta y demanda de divisas. En el circuito empresarial, se deberá introducir un régimen de convertibilidad limitado a un grupo de empresas sanas vinculadas al comercio exterior. En este sentido, es importante que los controles cambiarios se limiten a definir reglas transparentes para establecer quienes acceden y para qué tipo y magnitud de operaciones acceden.

Como se trata de una reforma integral, en la medida en que se llevan a cabo las restantes transformaciones, se crean las condiciones para que se logre la convergencia entre ambas tasas de cambio y se reduzca el grado de dolarización de la economía, transitándose luego hacia único régimen cambiario.

En materia fiscal, es esencial reconducir los déficits sobre una senda sostenible (Hidalgo, 2021). Como se enunció con anterioridad, la convertibilidad de la moneda y un tipo de cambio de equilibrio expresan la relación entre la cantidad de divisa que entra al país y la cantidad de moneda nacional disponible para demandarla. Por consiguiente, la persistencia de elevados déficits fiscales, así como su excesiva

---

las funciones dinerarias del peso cubano se deterioran y es desplazado por monedas más fuertes (especialmente dólar estadounidense y euro).

<sup>55</sup> A partir de agosto de 2022, con la Resolución 126/2022 y Resolución 127/2022 del Banco Central de Cuba se retorna a un sistema de múltiples tasas cambiarias. Con un tipo de cambio de 120 pesos cubanos por dólar para las operaciones realizadas por personas naturales, cooperativas no agropecuarias, MIPYMES; mientras que para el segmento estatal se mantiene el tipo de cambio oficial de 24 pesos cubanos por dólar, estando este último, una vez más, sobrevaluado.

monetización, restringe todos los esfuerzos encaminados a implementar un mercado cambiario oficial y el logro de la convertibilidad de la moneda.

Desde el punto de vista de eficiencia y eficacia del gasto público, no procede mantener la estructura actual con recortes presupuestarios, sino que es necesario repensar las fronteras entre ministerios globales y sectoriales, y entre estos últimos y las correspondientes empresas subordinadas; o entre delegaciones territoriales ministeriales y autoridades locales, y con la finalidad de reducir el actual solapamiento de funciones y la multiplicidad de objetivos entre instituciones públicas (Hidalgo & Triana, 2022).

(Vidal , 2022) plantea que una de las alternativas para reducir el déficit fiscal sería redimensionar el sector presupuestado, cerrando o reestructurando aquellas empresas estatales irrentables. De igual forma, el mismo autor sugiere el diseño de una regla para imponer límites a los déficits fiscales y la deuda pública en un marco fiscal a mediano plazo, y cambios en las fuentes de ingresos del presupuesto.

En el marco monetario, si bien una de las funciones principales del BCC es custodiar y gestionar las reservas internacionales, esto depende mucho de las relaciones con otros bancos comerciales estatales (Ung, 2013)<sup>56</sup>. Por ende, en la práctica, en el BCC no existen reservas internacionales con fines de política monetaria y cambiaria.

Mientras la autoridad monetaria cubana no cuente con reservas con las que respaldar el tipo de cambio ante shocks transitorios, garantizar la convertibilidad en el mediano y largo plazo se complejiza. Además, están los problemas de registro de divisas resultado del esquema de asignación vigente. La asignación de divisas no está conectada con el Presupuesto en pesos cubanos ni con la programación

---

<sup>56</sup> El BCC es el encargado de custodiar las reservas internacionales, sin embargo, el BNC (Banco Nacional de Cuba) es el responsable de gestionar la deuda externa, la cual constituye uno de los principales usos de las reservas internacionales. De este modo, tiene que existir necesariamente un vínculo entre ambas entidades, ya que no se puede gestionar por un lado el pago de la deuda sin coordinar previamente la disponibilidad de las RIN. Por otra parte, debido al bloqueo económico y financiero impuesto por EEUU, el BCC coloca parte de sus reservas internacionales en bancos comerciales cubanos que operen en monedas extranjeras, por ejemplo: el Banco Financiero Internacional, S.A (BFI).

monetaria del BCC y no se sustenta en proyecciones a mediano plazo de la balanza de pagos (Gonzales, Cruz, Carbonell, & Carmona, 2022).

Por consiguiente, a medida que se reduzcan las distorsiones monetarias del país, se deben dar pasos para lograr que el BCC asuma como parte de sus roles el registro y manejo de las reservas internacionales, las cuales deben tener como fin el logro de la estabilidad monetaria y cambiaria.

En suma, el alcance de convertibilidad interna en un momento de escasez extrema de divisas constituye una tarea compleja. Las limitaciones del país para acceder a mercados financieros, comerciales y de inversión externos, y a instituciones financieras internacionales (Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo, entre otros) como resultado del bloqueo norteamericano, así como el propio historial crediticio del país, suponen restricciones relevantes para equilibrar y dotar de sostenibilidad a los flujos de la Balanza de Pagos.

De ahí que sea necesario identificar nuevas oportunidades para la inserción en los mercados financieros internacionales con el fin de garantizar fuentes externas estables que ofrezcan liquidez. Junto a la diversificación de fuentes de divisas, es necesario hacer un uso más eficiente de los canales ya disponibles.

Respecto a lo primero, están las ventanas de oportunidades asociadas a la movilización de recursos, a las áreas de focalización y al financiamiento verde que ofrecen determinadas instituciones de prestigio, con elevada calificación crediticia y montos significativos de capital (Sánchez M. , 2019).

Con relación a los canales ya creados, las remesas constituyen uno de los principales flujos de financiamiento externo con que ha contado la economía cubana. El país recibe un monto nada despreciable, lo que incita a valorar alternativas con las que aprovechar las ventajas que de modo potencial estas podrían representar. Las acciones deberían estar encaminadas tanto a captar mayores volúmenes como a canalizar estos flujos al sector productivo y elevar su impacto en el proceso de estabilización.

En relación con las problemáticas expuestas, el fortalecimiento del sistema financiero interno es una variable esencial. Es indispensable fortalecer las instituciones, los mecanismos de gestión y desarrollar una infraestructura tecnológica que permita la canalización de forma efectiva de los recursos que se movilicen.

Dadas las restricciones externas de financiamiento, la promoción de exportaciones, además de resolver problemas estructurales es una variable clave para el financiamiento. Las dificultades en la balanza de pagos (que no son nuevas para la economía del país), se han convertido en un problema crónico, multicausal y sin solución a la vista (Torres, 2021). El pésimo desempeño del sector exportador restringe la capacidad de generar ingresos en divisas vía exportaciones, lo que compromete la convertibilidad de la moneda doméstica.

La deformación estructural del comercio exterior se expresa de modo primordial en una alta dependencia de un número significativamente pequeño de productos de exportación, una alta dependencia de un número reducido de productos y servicios de exportación y en una significativamente alta dependencia unilateral de un solo mercado (Triana, 2017).

Si bien el fomento de las exportaciones requiere corregir los profundos desequilibrios internos (insuficiencias en el régimen cambiario, inconvertibilidad de la moneda doméstica, presiones inflacionarias, entre otras) el cambio debe ir acompañado de otras políticas estructurales.

Por otro lado, están las trabas que impone la existencia del monopolio del comercio exterior. De ahí que, si no se transforma el funcionamiento del sistema productivo, la gobernanza de las empresas y su entorno regulatorio, incluyéndose todo tipo de propiedad, los esfuerzos por impulsar el sector exportador se hallan altamente limitados.

Asociado a ello, el déficit estructural en el comercio de bienes guarda estrecha relación con la alta dependencia importadora. Uno de los factores explicativos de

ello es la debilidad de las cadenas productivas domésticas, que inhiben el óptimo aprovechamiento de las capacidades instaladas. La débil interconexión entre sectores y ramas es una de las grandes barreras que limitan el desarrollo del sistema productivo. A su vez, el propio modelo económico genera una amplia gama de trabas que frenan el desarrollo de relaciones horizontales entre entidades (con independencia del tipo de propiedad), lo que ha fragmentado el mercado interno. En este sentido deberá impulsarse la reforma de la empresa estatal, políticas de fomento al desarrollo de los nuevos actores económicos y a los encadenamientos productivos.

Lo citado en un entorno de inconvertibilidad de la moneda doméstica, presiona a la dolarización de determinados sectores y, con ello, una mayor segmentación de mercados.

Para contrarrestar estos fenómenos es necesario crear mecanismos funcionales con los que aprovechar mejor los flujos de divisas e incrementar la oferta de bienes y servicios en pesos cubanos. La expansión de la red comercial interna en MLC aumenta considerablemente la demanda de divisas, lo que, bajo cualquier contexto, va en contra del desarrollo de un mercado cambiario, y con ello el logro de la convertibilidad.

Finalmente, respecto a las autoridades encargadas de la conducción de la política macroeconómica, es crucial recuperar su credibilidad y fortaleza institucional. Las fallas asociadas a las últimas reformas han debilitado la confianza de los agentes económicos en las instituciones, afectando con ello la efectividad de las acciones de política en el logro de los objetivos macroeconómicos e incrementando la incertidumbre. De ahí que el restablecimiento de las funciones monetarias del peso cubano y su convertibilidad requiere, además de transformaciones estructurales y cambios sustanciales en el marco fiscal, monetario cambiario; acciones dirigidas a afianzar la institucionalidad y credibilidad de las políticas de cara a los diferentes actores económicos.

## CONCLUSIONES

- La convertibilidad de la moneda se define como la libertad por parte de los agentes económicos de comprar o vender la moneda doméstica por monedas extranjeras a un tipo de cambio determinado. De forma tal que, cuando la demanda de divisas de una nación exceda la oferta disponible bajo la tasa de cambio vigente se está ante una moneda nacional inconvertible.
- El tener una moneda doméstica inconvertible genera fuertes distorsiones que limitan el crecimiento económico y el desarrollo del país: afecta el tejido productivo, reduce los encadenamientos, limita la IED, impide una planificación eficiente y obliga al uso de controles cambiarios.
- La convertibilidad de cuenta corriente trae considerables beneficios a la economía. Sin embargo, la otra cara de la moneda no puede obviarse, pues son diversos los riesgos que puede traer consigo, entre los que desatacan una mayor vulnerabilidad ante shocks externos y fuga de capitales. Ello ratifica la importancia de manejar adecuadamente el alcance de las precondiciones necesarias para la introducción de la convertibilidad.
- El levantamiento de los controles sobre el flujo de capitales, en paralelo con los beneficios que representa para la economía, supone el riesgo de fuga de capitales al exterior y una mayor volatilidad de las tasas de cambio, reservas internacionales y tasas de interés. Es por ello que, históricamente, los países han optado por mantener controles sobre las transacciones de cuenta de capital hasta ostentar un mayor nivel de desarrollo económico.
- Dadas las características y prioridades de Cuba, el establecimiento de la convertibilidad interna, y la apertura de la cuenta corriente, constituyen los puntos de interés.
- La estabilidad en el marco institucional, de modo que estén bien esclarecidas las reglas de política, resulta elemental en el proceso de introducción de la convertibilidad. La falta de compromisos sustentables entre los actores

político – institucionales clave afectan la credibilidad de los programas y con ello su efectividad.

- La disciplina fiscal es un requisito indispensable. La monetización de elevados déficits genera desequilibrios entre los flujos de moneda doméstica y divisas. De ahí la importancia de crear alternativas en cuanto a la obtención de ingresos, el manejo del gasto presupuestal, y la gestión de la deuda. En el caso de Cuba, este constituye uno de los problemas más acuciantes y que exige de un rediseño estructural del gasto público. Sin transformaciones en este sentido, todos los esfuerzos encaminados a implementar un mercado cambiario oficial y el logro de la convertibilidad de la moneda será limitados.
- Los problemas de inconvertibilidad no están únicamente vinculados al plano monetario, pues distorsiones en el funcionamiento real de la economía reducen la capacidad del país para generar divisas y, por ende, comprometen la convertibilidad de la moneda. Problemas como el deterioro del tejido productivo, escasos encadenamientos, bajas tasas de acumulación, ineficiente asignación de recursos, poco dinamismo del sector exportador y alta dependencia de las importaciones; constituyen fuertes barreras a la introducción de la convertibilidad.
- La moneda nacional ha atravesado por diferentes etapas en términos de convertibilidad en Cuba. Los periodos de mayor crecimiento económico coinciden con aquellos en los que la moneda nacional presentaba mayores niveles de convertibilidad. En este sentido, se han enfrentado condiciones complejas como la actual, de las cuales se logró salir, con sus aciertos y errores. Si bien muchas de las recetas empleadas con anterioridad no resultan válidas en el escenario vigente, existen fórmulas que pueden adaptarse e implementarse a día de hoy.
- Los problemas de inconvertibilidad de la moneda en Cuba están determinados por cinco causas: déficit estructural de divisas, tipo de cambio sobrevaluado, precios irracionales, inconvertibilidad de bienes y servicios, y

restricciones institucionales. Actualmente, en términos de convertibilidad, Cuba enfrenta el peor momento de los últimos treinta años.

- El restablecimiento de las funciones monetarias del peso cubano y su convertibilidad requiere, además de cambios sustanciales en el marco monetario y cambiario, y transformaciones estructurales, acciones dirigidas a afianzar la credibilidad de las políticas de cara a la población. Es por ello que, dadas las severas distorsiones que sufre la economía cubana actualmente, el diseño e implementación de un programa integral de estabilización constituye una tarea impostergable. Entre las principales cuestiones que podría incluir dicho programa se sugiere:
  1. Determinar un tipo de cambio fundamentado y coherente con los objetivos de política económica.
  2. Solventar el problema de la dualidad monetaria y cambiaria.
  3. Reducir los déficits fiscales y ordenar su financiamiento.
  4. Fortalecer el sistema financiero interno.
  5. Diseñar políticas efectivas que fomenten las exportaciones.
  6. Recuperar la credibilidad y fortaleza institucional.
  7. Encaminar esfuerzos a mejorar la inserción en los mercados financieros internacionales con el fin de garantizar fuentes externas estables que ofrezcan liquidez.

## RECOMENDACIONES

1. Continuar profundizando en el estudio de las experiencias internacionales que hayan implementado procesos exitosos en la introducción de la convertibilidad de sus respectivas monedas, priorizando aquellas que presentan condiciones similares a Cuba.
2. Promover la realización de ejercicios cuantitativos para generar evidencia de peso que pruebe la relación de causalidad entre las causas expuestas y los problemas de inconvertibilidad.
3. Fomentar la realización de ejercicios cuantitativos con los que se valide la correlación entre la convertibilidad de la moneda nacional y el crecimiento económico.
4. Desarrollar otras investigaciones que sirvan de complemento a los análisis expuestos en el presente trabajo.
5. Incorporar los resultados obtenidos como material docente de apoyo a las asignaturas de Macroeconomía de la Facultad de Economía de la Universidad de La Habana.

## BIBLIOGRAFÍA

- Badosa, M. (2015). Obtenido de Academia.edu: [https://www.academia.edu/41535907/Los\\_controles\\_de\\_cambio\\_en\\_la\\_Argentina\\_El\\_cepo\\_cambiario](https://www.academia.edu/41535907/Los_controles_de_cambio_en_la_Argentina_El_cepo_cambiario)
- Baliño, T. T., Hoelscher, D. S., & Horder, J. (December de 1997). Evolution of Monetary Policy Instruments in Russia.
- BAYSAL, M. Z. (Febrero de 1990). Convertibility Theory & Evaluation of Turkish Lira Convertibility. Ankara, Turkía.
- Bhagwati, J. N. (1968). Distortions and Immiserizing Growth: A Generalization. *The Review of Economic Studies*, 35, 481-485. Obtenido de <http://www.jstor.org/stable/2296774>.
- Broome, A. (2010). Stabilizing global monetary norms: the IMF and current account convertibility. En S. Park, & A. Vetterlein (Edits.), *Owning Development: Creating Policy Norms in the IMF and the World Bank*. (págs. 113- 136). Cambridge: Cambridge University Press.
- Calcagno, A. F. (Abril de 1997). El régimen de convertibilidad y el sistema bancario en la Argentina. *Revista de la CEPAL*, 63-89.
- Calzado, Y. (Abril de 2017). Flexibilización del esquema de control de cambio en Cuba mediante el desarrollo del mercado cambiario. La Habana: Universidad de la Habana. Facultad de Economía.
- Canavese, A. (2001). *Convertibilidad en Argentina: Funcionamiento de una Caja de Conversión Anclada al Dólar*. Valencia.
- Cardani, A. M., & Maggioni, S. (1992). THE CONVERTIBILITY OF THE ROUBLE. *MOCT - MOST Economic Policy in Transitional Economies*, 73-91. doi:10.1007/BF01101510
- CEPAL. (1993). Estudio económico de América Latina y el Caribe. Cuba 1993.

- Damill, M., Frankel, R., & Juvenal, L. (2003). Las cuentas públicas y la crisis de la convertibilidad en la Argentina. *Desarrollo Económico*, 43, 203-230. doi:10.2307/3455821
- Díaz, J. (2008). Cuba y el CAME. *Temas*, 115-124.
- Doimeadiós, Y., & Hidalgo, V. (2011). Dualidad Monetaria de la economía cubana: Retos de política económica. En C. d. Autores, *Políticas Macroeconómicas en economías parcialmente dolarizadas. La experiencia internacional y de Cuba*. (págs. 67-115). La Habana.
- Edwards, S. (1989). *Real Exchange Rates In the Developing Countries: Concepts and Measurement*. NBER, Massachusetts.
- Eichengreen, B., Reis, J., & Braga de Macedo, J. (1996). *CURRENCY CONVERTIBILITY. The Gold Standard and Beyond*. Londres: Routledge.
- Elizalde, H. (2008). International Monetary Fund and Current Account Convertibility. En I. M. Fund, *Current Developments in Monetary and Financial Law* (págs. 17-40). International Monetary Fund. doi:<https://doi.org/10.5089/9781589065079.072>
- Fanelli, J. M. (2003). Growth, Instability and the Crisis of Convertibility in Argentina. . En M. Allen, & e. al., *The Crisis That Was Not Prevented. Lessons for Argentina, the IMF, and Globalisation* (págs. 32-67). FONDAD.
- Feige, E. L. (1994). *THE TRANSITION TO A MARKET ECONOMY IN RUSSIA: PROPERTY RIGHTS, MASS PRIVATIZATION AND STABILIZATION*<sup>1</sup>.
- Fernández, O. (2019). Transformar la economía planificada para superar la economía de la escasez. En e. al., *MIRADAS A LA ECONOMÍA CUBANA. Un plan de desarrollo hasta 2030*. (págs. 107-122). Ruth Casa Editorial.
- Fischer, B., & Reisen, H. (1992). *Towards Capital Account Convertibility*. OECD DEVELOPMENT CENTRE.

Fischer , S. (1992). Stabilization and Economic Reform in Russia. *Brookings Papers on Economic Activity, I*, 77-126.

Fischer , S., & Gelb, A. (1991). The process of Socialist economic transformation. *Journal of Economic Perspectives* , 91-106.

Fischer, S. (1992). Russia and the Soviet Union Then and Now. En O. Jean Blanchard, K. A. Froot, & J. D. Sachs, *The Transition in Eastern Europe* (Vol. I, págs. 221-258). University of Chicago Press. Obtenido de <http://www.nber.org/chapters/c6021>

Fischer, S., Sahay, R., & Végh, C. A. (1996). Stabilization and Growth in Transition Economies: The Early Experience. *Journal of Economic Perspectives*, 45-46.

FMI. (1995). *Balance of Payments Statistics*. Washington, D.C: Fondo Monetario Internacional .

García, J. M. (Mayo de 2005). *La reforma monetaria en Cuba*. México D.F.

Giliani , S., Heymann, D., & Tomassi, M. (junio de 2003). Expectativas frustradas: el ciclo de la convertibilidad. *CEPAL - SERIE Estudios y perspectivas*.

Gilman, M. G. (1 de Enero de 1990). *IMF eLIBRARY*. Obtenido de IMF eLIBRARY: [https://www.elibrary.imf.org/configurable/content/journals\\$002f022\\$002f0027\\$002f003\\$002farticle-A012-en.xml?t:ac=journals%24002f022%24002f0027%24002f003%24002farticle-A012-en.xml](https://www.elibrary.imf.org/configurable/content/journals$002f022$002f0027$002f003$002farticle-A012-en.xml?t:ac=journals%24002f022%24002f0027%24002f003%24002farticle-A012-en.xml)

Golikov, d. (2005). *Ways to and Consequences of Full Convertibility by 2007*. Moscow: Russian-European Centre for Economic Policy (RECEP).

González, C. E., Cruz, K., Carbonell, I. P., & Carmona, M. (2022). Causas institucionales de la inconvertibilidad de la moneda nacional y la redolarización de la economía cubana. La Habana.

Greene, J. E., & Isard, P. (1991). Currency Convertibility and the Transformation of Centrally Planned Economies. Washinton DC.

Gutián, M. (1996). Concepts and Degrees of Currency Convertibility. En M. Gutián , & S. M. Nsouli, *Currency Convertibility in the Middle East and North Africa* (págs. 21-33). Washington: International Monetary Fund.

Heymann, D. (2000). *Políticas de reforma y comportamiento macroeconómico: la Argentina de los noventa*.

Hidalgo , V. (2021). Sostenibilidad fiscal en Cuba: una perspectiva institucional.

Hidalgo, V. (2008). De la dolarización a la unificación monetaria en Cuba. *Economía y Desarrollo*, 133-164.

Hidalgo, V., & Barceló, A. (2013). Cuasifiscalidad y entorno institucional: un punto para el debate sobre fiscalidad en Cuba. *Economía y Desarrollo*, 66-85.

Hidalgo, V., & Triana, J. (Mayo de 2022). MACROECONOMÍA Y CRECIMIENTO EN LA AGENDA DE TRANSFORMACIONES DEL MODELO ECONÓMICO CUBANO EN EL PERÍODO POS-PANDEMIA. 37.

Holzman , F. D. (1991). Moving Toward Ruble convertibility. *Comparative economic studies* , 3-66.

International Monetary Fund . (1999). *Russian Federation: Recent Economic Developments*. Washington, D.C: IMF.

Kaminsky, G., Mati, A., & Choueiri, N. (2009). THIRTY YEARS OF CURRENCY CRISES IN ARGENTINA: EXTERNAL SHOCKS OR DOMESTIC FRAGILITY? Massachusetts: NBER WORKING PAPER SERIES. Obtenido de <http://www.nber.org/papers/w15478>

Keifman, S. (2004). Auge y derrumbe de la convertibilidad argentina: lecciones para Ecuador. *Iconos*, 25-34.

Konstantinov, Y. A. (Abril de 1991). Convertibility of the Soviet Rouble: Problems and outlook. *The Journal of East and West Studies: Perspectives on East Asian Economies and Industries*, 20, 17-34. doi:10.1080/12265089108449693

- Korhonen , L., & Pesonen, H. (1998). *The Short and Variable Lags of Russian Monetary Policy* . Bank of Finland, Institute for Economies in Transition.
- Kornai, J. (April de 2000). Ten years after "The Road to a Free Economy": The author's self evaluation. . Washington D.C.
- Kornai, J., Maskin , E., & Roland , G. (2003). Understanding the Soft Budget Constraint. *Journal of Economic Literatures*, 1095-1135.
- Krugman, P. R., & Obstfeld, M. (2001). *Economía Internacional. Teoría y Política* (Quinta ed.). Madrid: PEARSON EDUCACIÓN, S.A.
- Krugman, P., & Taylor, L. (1978). CONTRACTIONARY EFFECTS OF DEVALUATION. *Journal of International Economics* , 445-456. Obtenido de <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0022199678900077>
- Lage , C., & Gónzales , C. E. (2015). ¿ES BUENO MONETIZAR EL DÉFICIT FISCAL EN CUBA? *Cuba: Investigación económica* , 25-40.
- Lage, C. (2016). *Esquema General de Política Monetaria en el nuevo escenario de la economía cubana*. La Habana.
- Lieftinck, P. (1971). Currency Convertibility and the Exchange Rate System. *Finance and Development* , 2-7.
- Macedo , J. (1985). *Macroeconomic Policy Under Currency Convertibility*. Massachusetts: NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH.
- Marchini, G. (2003). Trayectoria macroeconómica y reformas estructurales en Rusia, 1991-2004. *Análisis*, 7-21. doi:10.32870/mycp.v6i20.208
- Mesa-Lago , C. (2005). Problemas sociales y económicos en Cuba durante la crisis y la recuperación. *Revista de la Cepal*, 183-205.
- Meyendorff, A. (1994). The Black Market for Foreign Exchange in the Former Soviet Union. *Comparative Economic Studies*, 36(4), 161-171. doi:oi:<https://doi.org/10.1057/ces.1994.52>

- Morales, E. (26 de Agosto de 2018). *thehavanaconsultinggroup*. Obtenido de [www.thehavanaconsultinggroup.com](http://www.thehavanaconsultinggroup.com):  
<http://www.thehavanaconsultinggroup.com/es-es/Articles/Article/68?AspxAutoDetectCookieSupport=1>
- NU.CEPAL. (31 de Agosto de 2009). América Latina y el Caribe Series históricas económicas 1950-2008. Santiago de Chile .
- NU.CEPAL.Subsede de México. (2005). *CUBA: EVOLUCIÓN ECONÓMICA DURANTE 2004 Y PERSPECTIVAS PARA 2005*. CEPAL.
- Oblath , G. (1993). *Interpreting and Implementing Currency Convertibility in Central and Eastern Europe: a Hungarian Perspective*. Helsinki: Bank of Finland Institute for Economies in Transition .
- ONEI . (2022). *Índice de precios al consumidos base diciembre 2010*. La Habana: ONEI.
- ONEI. (2022). *Anuario Estadístico de Cuba 2021*. La Habana.
- PCC. (2011). *Lineamientos de la Política Económica y Social del Partido y la Revolución*. La Habana.
- PCC. (2016). *Conceptualización del Modelo Económico y Social Cubano de Desarrollo Socialista*. La Habana.
- PCC. (2016). *Plan Nacional de Desarrollo Económico y Social hasta 2030: Propuesta de*. La Habana.
- Pérez, C. (2011). *Esquema de Política Monetaria para el segmento de población de la economía cubana*. La Habana.
- Pérez, C., Hernández, E., & Hidalgo, V. (2003). Aproximación al estudio de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en Cuba. *Economía y Desarrollo*, 22-58.
- Rapetti, M. (Octubre de 2005). *La Macroeconomía Argentina durante la Post-convertibilidad: Evolución, Debates y Perspectivas*.

Sánchez, A. (2003). ESTRUCTURA, RESULTADOS Y LÍMITES DE LA POLÍTICA ECONÓMICA EN RUSIA. *Información Comercial Española ICE*, 51-66.

Sánchez, M. (2019). Hacia la diversificación de las fuentes de financiamiento externo: algunas ideas. En A. Romero et al. , *Miradas a la economía cubana. Un plan de desarrollo hasta 2030* (págs. 65-71). La Habana: Ruth Casa Editorial.

Shatz, H. J., & Tarr, D. G. (Febrero de 2000). *Exchange Rate Overvaluation and Trade Protection. Lessons from Experience*. +. Washington, DC.

Torres , R. (2021). *Cuba: la transformación económica en un nuevo escenario* . CRIES.

Torres, R. (2014). Structural Problems and Changes in Cuba's Economic Model. En C. Brundenius, & R. Torres, *No More Free Lunch. Reflections on the Cuban Economic Reform Process and Challenges for Transformation*. (págs. 5-22). Springer. doi:10.1007/978-3-319-00918-6

Torres, R. (2021). Desempeño exportador de Cuba. Hacia políticas más efectivas para el fomento de las exportaciones. En A. Romero et al , *Miradas a la economía cubana. Elementos clave para la sostenibilidad* (págs. 53-65). La Habana: Ruth Casa Editorial.

Triana, J. (2017 de 2017). Las transformaciones económicas y sociales en Cuba. En *Nueva etapa entre Cuba y la UE. Escenarios a futuro* (págs. 51-64). CIDOB.

Ung, L. (2013). Contribución al manejo del nivel óptimo de las reservas internacionales en Cuba. La Habana.

Vidal , P. (2007). Nuevo esquema de la política monetaria en Cuba: Análisis macroeconómico y estimación con un modelo VAR. La Habana: Universidad de la Habana. Facultad de Economía.

Vidal , P. (2008). La encrucijada de la dualidad monetaria. *Nueva Sociedad*, 90-106.

Vidal , P. (2020). *Fórmulas recicladas de los años 90 para reanimar la economía cubana en 2020*. Madrid: Real Instituto Elcano.

Vidal , P. (2021). *De oportunidades y otros demonios en la reforma monetaria cubana*. Madrid: Real Instituto Elcano.

Vidal , P. (24 de Octubre de 2022). Diez puntos para un programa de estabilización de la economía cubana. New York: Columbia Law School. Obtenido de <https://horizontecubano.law.columbia.edu/news/diez-puntos-para-un-programa-de-estabilizacion-de-la-economia-cubana>

Vidal , P., & González, M. (2010). CUBA'S BANKING CRISIS: MACROECONOMIC ANTECEDENTS, PRINCIPAL CAUSES, AND RECENT POLICY RESPONSES. *International Journal of Cuban Studies*, 201-216.

World Bank. (2005). *RUSSIAN ECONOMIC REPORT. November 2005*. World Bank Moscow Office Economics.

World Bank Moscow Office. (2004). *Russian Economic Report. June 2004*. World Bank. Obtenido de [www.worldbank.org.ru](http://www.worldbank.org.ru)