Universidad de La Habana
Facultad de Economía

Tesis de Diploma

Mercado Interbancario: Actualización de los instrumentos de intervención del Banco Central de Cuba

Autora: Rachel del Valle Arencibia

Tutores: Dr. Carlos Lage Codorníu

Msc. Carlos Enrique González García

Junio, 2019

A Fausto por su amor incondicional.

A mis padres por sus inmensos sacrificios y su eterno amor hacia mí.

Agradecimientos

A mi tutor Carlos Enrique por sus invaluables revisiones y magníficos comentarios, por su esfuerzo y dedicación en ayudarme con la realización de esta tesis.

Al profe Carlitos por sus oportunos consejos, de gran ayuda en el resultado final.

A mi novio Fausto por siempre estar ahí, por su compresión, su dedicación, y sobre todo por escuchar mis "monólogos" sobre instrumentos, banco central y mercado interbancario.

A mis padres por sus enseñanzas de vida, por su apoyo en todo momento y por su inmenso amor.

A mis suegros, Fausto y Marlen por quererme como una hija, por apoyarme y cuidarme tanto.

A mi hermanito lindo, por su protección de hermano mayor.

A mis abuelos por sus mimos y atenciones.

A mi piquete de amigos, Laura, Betty, Ady y Lester, por formar parte de esta etapa de mi vida y por los momentos compartidos durante estos años.

A "Tata" por sus útiles revisiones metodológicas durante la revisión final de la tesis.

A los profesores de la Faculta de Economía por su eterna vocación y conocimientos compartidos durante los 5 años.

A todas aquellas personas, AMIGOS Y FAMILIARES que han sido parte de esta etapa concluida, especialmente a "Los Gordos" por su cariño infinito.

Resumen

El proceso de actualización del modelo económico cubano implica necesariamente el desarrollo paulatino de los mercados financieros. Una de las principales estrategias en este sentido ha sido la puesta en práctica del Mercado Interbancario. Con ello, esta investigación pretende desarrollar una propuesta de actualización de los instrumentos de intervención del Banco Central de Cuba en el mercado interbancario con el objetivo de garantizar una operatoria más eficiente y flexible del mismo.

Transcurridos tres años del funcionamiento del mercado interbancario, luego del período de prueba, se puede afirmar, de manera general, que la operatoria del mercado ha evolucionado favorablemente, aportando beneficios considerables al manejo monetario por parte del Banco Central de Cuba. Por otra parte, el Banco Central de Cuba ha conducido tradicionalmente la política monetaria a través de instrumentos directos. Las limitaciones de este tipo de instrumentos, junto a un contexto donde los mecanismos financieros adquieren mayor importancia, hacen necesario incorporar de manera activa instrumentos indirectos que permitan regular con mayor efectividad el mercado interbancario y el sistema financiero en su conjunto.

En este trabajo se presenta una propuesta de actualización de los instrumentos de política monetaria del Banco Central de Cuba, como resultado del análisis de la experiencia internacional en la regulación de este tipo de mercados por parte de los bancos centrales y de las características actuales del sistema financiero cubano.

Abstract

The process of updating the Cuban economic model necessarily implies the gradual development of financial markets. In this sense, the implementation of the Interbank Market has been one of the main strategies. For this reason, this research aims to develop a proposal to update the instruments by which the Central Bank of Cuba regulates the interbank market, in order to guarantee its more efficient and flexible operation.

After three years of its functioning, following the trial period, it can be stated that the operation of the market has evolved favorably, bringing significant benefits to the monetary management by the Central Bank of Cuba. On the other hand, the Central Bank of Cuba has traditionally conducted the monetary policy through direct instruments. The limitations of this type of instruments, as well as the growing importance of the financial mechanisms currently, make necessary to actively incorporate indirect instruments that allow a more effective regulation of the interbank market and the financial system as a whole.

In this work a proposal to update the instruments of monetary policy of the Central Bank of Cuba is presented, as a consequence of analysing the international experience in the regulation of this type of markets by central banks and the current characteristics of the Cuban financial system.

Índice

Introducción **1**

Capítulo 1: Mercado Interbancario: Intervención del Banco Central **4**

1.1 Aspectos teóricos fundamentales del Mercado Interbancario *4*

Sistema canal/corredor 7

1.2 Papel del Banco Central: Instrumentos y formas de licitación *10*

1.2.1 Instrumentos de regulación monetaria 11

1.2.2 Formas de licitación 18

Capítulo 2: Experiencias Internacionales en la regulación del MIB **23**

2.1 Caso de estudio: República Dominicana *24*

2.2 Caso de estudio: República del Perú *29*

2.3 Caso de estudio: Estados Unidos Mexicanos *37*

2.4 Caso de estudio: República de Colombia *42*

Capítulo 3: Actualización de los instrumentos de regulación del Mercado Interbancario en Cuba **48**

3.1 Características del Sistema Financiero Cubano *48*

3.2 Experiencia del Mercado Interbancario en Cuba *60*

3.2.1 Evolución histórica del MIB 60

3.2.2 Instrumentos de intervención del Banco Central de Cuba en el MIB 68

3.3 Propuesta de instrumentos de política monetaria del Banco Central de Cuba *73*

Conclusiones **80**

Recomendaciones **82**

Bibliografía **83**

Anexos **87**

Introducción

Desde hace algunos años nuestro país está inmerso en un proceso de actualización de su modelo económico, lo cual implica importantes desafíos y transformaciones para la economía cubana. Encaminados al cumplimiento de estas metas, los organismos encargados de conducir la política monetaria han debido adecuarse a los nuevos escenarios y actualizar las formas de desempeñar sus funciones de la manera más óptima con el propósito de impulsar el *reordenamiento del entorno monetario y financiero cubano.*

En los Lineamientos de la Política Económica y Social del Partido y la Revolución, se establece la necesidad de transitar hacia la utilización de instrumentos indirectos, ya que el uso de controles directos limita la eficiencia del sistema financiero y va en detrimento de una estructura de tasas de interés más racionales y fundamentadas, que permitan el fortalecimiento de los canales de transmisión de la política monetaria.

En 2011 se emitió la resolución que regulaba el funcionamiento del Mercado Interbancario cubano como un primer espacio para el uso de instrumentos indirectos en base a mecanismos de mercado. El desarrollo de un mercado interbancario eficiente permite optimizar la gestión de la liquidez del sistema financiero, revela una tasa de interés de equilibrio que permite determinar con bases más objetivas el costo real del dinero contribuyendo a fortalecer el papel de esta variable en la economía.

El Banco Central de Cuba ha empleado de manera tradicional instrumentos directos para manejar la política monetaria. Ello ha sido consecuencia en gran medida de la existencia de un entorno monetario complejo y un sistema financiero poco desarrollado y altamente regulado. Aunque existen formalmente instrumentos indirectos como los requerimientos de reserva y la ventanilla de descuento, estos no han sido utilizados en la práctica como herramientas de control y regulación monetaria por parte del banco central.

Las limitaciones del empleo de instrumentos directos, junto a un contexto de transformaciones importantes dentro del sistema financiero, han conducido a que

el Banco Central de Cuba comience a instrumentar su política monetaria sobre la base de instrumentos y mecanismos de mercado, sin abandonar la planificación y el uso de instrumentos directos. En este sentido el papel de los instrumentos indirectos para regular la liquidez interbancaria y alcanzar los principales objetivos monetarios, comienza a realzarse.

Transcurridos dos años de operaciones del mercado interbancario desde su regulación formal y tomando como referencia las señales que este brinda comenzaron a utilizarse instrumentos de regulación monetaria basados en señales del mercado como forma de intervención del Banco Central de Cuba en el mismo. Si bien instrumentos sencillos, están en coherencia con los objetivos del banco central de transitar a herramientas más sofisticadas en el momento que la economía lo demande y constituyen un paso más en el esfuerzo que hace el país por pasar de una planificación administrativa a una planificación financiera.

En función de ello se plantea como **problema científico**: *El reciente desarrollo del mercado interbancario en Cuba hace necesario una revisión y actualización de los instrumentos del Banco Central de Cuba, para un manejo más eficiente de la liquidez interbancaria y la regulación del Mercado Interbancario.*

A partir del problema definido, el **objetivo general** de la investigación es: *Actualizar los instrumentos del Banco Central de Cuba para el manejo de la liquidez interbancaria y la regulación eficiente del Mercado Interbancario.*

Para darle cumplimiento al mismo, se definen los siguientes **objetivos específicos**:

1. Exponer los principales elementos teóricos generales acerca del mercado interbancario, así como los instrumentos utilizados por los bancos centrales para su intervención en el mismo.
2. Sistematizar experiencias internacionales en el uso de instrumentos para la intervención en el mercado interbancario, a partir de la selección de casos de estudio.
3. Actualizar los instrumentos para el manejo de la liquidez interbancaria por

parte del Banco Central de Cuba, a partir de las características del sistema financiero cubano y la evolución de su mercado interbancario.

Para responder a cada objetivo propuesto, la investigación se estructura en tres capítulos. En el **Capítulo 1** ***"Mercado Interbancario: Intervención del Banco Central"***, se abordarán los elementos fundamentales según la teoría convencional acerca de los mercados interbancarios, vinculado a esto se explica el sistema canal/corredor como principal mecanismo utilizado por los bancos centrales para la regulación del mercado. En un segundo momento, como centro de la investigación se analizan los instrumentos directos e indirectos tratados por la teoría macroeconómica, tratándose las ventajas y limitaciones de cada grupo. Además, se explica, la subasta, como mecanismo de licitación más empleado en los mercados financieros para la divulgación de títulos valores por parte de la autoridad monetaria con fines regulatorios.

En el **Capítulo 2 "*Experiencias internacionales en la regulación del Mercado Interbancario"***, se refleja una combinación de casos de estudio en países con diferentes desarrollos del mercado interbancario, en cuanto a instrumentos de regulación de la liquidez y formas de negociación de los títulos. En cada experiencia, se profundiza en los principales instrumentos empleados por cada banco central, así como la metodología que utilizan para la adjudicación de los mismos.

Finalmente, el **Capítulo 3** ***"Actualización de los instrumentos de regulación del Mercado Interbancario en Cuba"***, comienza describiendo las características del sistema financiero cubano. Seguidamente, se expone la evolución que ha experimentado el mercado interbancario cubano desde sus inicios, además de un análisis crítico de los instrumentos de mercado empleados por el Banco Central de Cuba para regular la operatoria del mismo. Para concluir, a partir de la crítica se describe la propuesta basada en la actualización e incorporación de nuevos instrumentos de mercado para la regulación eficiente del mercado interbancario en Cuba.

Capítulo 1: Mercado Interbancario: Intervención del Banco Central

El Mercado Interbancario (MIB) o mercado de dinero constituye una rama dentro de los mercados monetarios y puede definirse como el espacio donde se negocian activos financieros de elevada liquidez a plazos cortos. Se trata esencialmente del mercado mayorista de dinero, donde los participantes acuden con el objetivo de manejar la liquidez a corto plazo de fondos al por mayor (Gray & Talbot, 2009).

El correcto funcionamiento del sistema financiero de un país requiere la existencia y funcionamiento eficiente del mercado de dinero, a través del cual tiene lugar el proceso de transmisión de la política monetaria basada en la tasa de interés. Además de proveer información a los bancos centrales sobre perspectivas de liquidez de las entidades participantes y del sistema en su conjunto, el MIB constituye una pieza fundamental en la formación de precios del resto de los mercados financieros, que luego servirán de referencia para la formación de tasas de interés en la economía.

Este capítulo le dará respuesta al primer objetivo específico de la investigación, exponiendo los principales aspectos teóricos relacionados con los mercados interbancarios, así como los mecanismos e instrumentos para la intervención de los bancos centrales en el mismo. Con tal propósito, en el primer epígrafe se describen los elementos teóricos fundamentales del MIB. En el segundo epígrafe se profundiza en los instrumentos de regulación monetaria más utilizados por los bancos centrales y las formas de licitación de los títulos en los mercados financieros más empleadas según la teoría convencional.

1.1 Aspectos teóricos fundamentales del Mercado Interbancario

El MIB está presente prácticamente en todos los países; algunos autores vinculan su surgimiento con la creación de la tasa de referencia interbancaria LIBOR[1] en Inglaterra en los años 60 del siglo pasado. Una de las utilidades básicas que explica su origen es la posibilidad de que al MIB concurran las entidades financieras y de crédito que tienen excesos o necesidades de liquidez, ofreciendo

[1] London Interbank Offered Rate, es un promedio filtrado de las tasas de interés interbancarias por parte de bancos designados, para instrumentos con una duración de un día hasta un año.

o demandando dinero, con el objetivo de corregir sus desequilibrios en tesorería (Pérez & Lage, 2012).

Estos descalces entre activos y pasivos bancarios se producen dado que la actividad típica de estas entidades es la de captar dinero del público en forma de depósitos, para posteriormente dar créditos a los que necesiten financiamiento. Sin embargo, si en un determinado momento la entidad no ha captado el dinero suficiente para satisfacer la demanda de crédito que tiene de sus clientes, podrá recurrir al MIB para conseguirlo, ya sea de otra entidad bancaria o del propio banco central (Roselló, 2013).

La contrapartida de la situación anterior es cuando una entidad se encuentra con excedentes de dinero, es decir, que ha captado un volumen de depósitos superior a la demanda de créditos en un momento determinado, dinero ocioso procedente del cobro de intereses y amortizaciones de préstamos anteriores, o de otras actividades específicas a cada institución. En este caso, la entidad puede recurrir al MIB, prestar dicho excedente a otras entidades y con ello obtener rendimiento sobre el exceso de fondos (Roselló, 2013).

Además de la gestión de la liquidez por parte de las entidades bancarias, el objetivo del mercado está determinado por la necesidad de cumplir con el nivel mínimo de reservas o coeficiente de caja que establecen los bancos centrales a los bancos comerciales. Al establecer un mínimo de liquidez que las entidades deben mantener inmovilizado, la necesidad de cubrirlo hace que eventualmente se tenga que pedir dinero prestado a muy corto plazo. Por su parte los bancos que tienen cubierto ese coeficiente buscan sacar el máximo partido a la liquidez restante (Ortiz, 2017).

En una primera etapa del desarrollo de los mercados de dineros, las entidades operantes, generalmente entidades financieras y de crédito, se ponían en contacto directamente. Al ampliarse el mercado con la entrada de nuevos participantes, otros bancos e instituciones no bancarias, tales como empresas de valores, compañías de seguros, fondos de inversión y de pensiones, se hizo sentir la necesidad de utilizar los servicios de intermediarios, con la finalidad de no revelar

las respectivas posiciones de mercado de los distintos oferentes y demandantes. Fue a partir de 1974 cuando aparecieron los primeros intermediarios del mercado, los bancos centrales, y actualmente su labor es fundamental para cerrar acuerdos de forma segura y dentro de la legalidad vigente en cada economía (Gray & Talbot, 2009).

La tasa de interés resultante de las transacciones en este mercado será la tasa interbancaria o tasa overnight. La formación del tipo de interés en dicho mercado es libre, y en momentos de falta de liquidez generalizada, los tipos de intereses pueden ser muy elevados; lo contrario ocurrirá cuando haya exceso de liquidez (Roselló, 2013).

La manera más común de intercambio es a través de activos financieros de muy elevada liquidez y grandes volúmenes, bajo riesgo, y un plazo de amortización muy corto. Este plazo comenzó siendo de día a día, para luego ampliarse a varios días, meses y hasta un año, aunque lo que predomina son las operaciones a menos de un mes o incluso a plazos más cortos. La evidencia empírica demuestra que la operatoria en el mercado se concentra en transacciones cuyo vencimiento es en el día hábil siguiente a la fecha de contratación (*overnight*), dependiendo del grado de desarrollo y profundidad de los mercados.

La mayor parte de las transacciones en los mercados interbancarios se realiza por teléfono o a través de computadoras, utilizando correos electrónicos u otros medios de comunicación, como plataformas tecnológicas o sitios preestablecidos por la autoridad monetaria encargada en cada país.

Teniendo en cuenta lo expresado anteriormente, de manera general, el MIB cumple varias funciones esenciales:

- Fortalecer los canales de transmisión de la política monetaria.
- Gestionar de manera eficiente los déficits y/o superávits de liquidez del sistema.
- Cubrir desajustes en el cumplimiento del coeficiente de caja.
- Facilitar las operaciones de control de los bancos centrales.

- Servir como punto de referencia para la formación de precios de otros mercados.
- Mostrar las señales que emiten las instituciones monetarias de manera individual al sistema financiero en su conjunto.

Adicionalmente, muy ligado a las funciones mencionadas anteriormente, mediante la operatoria del MIB, (i) se reducen costos de transacción, es decir, disminuyen costos de información, vinculados a los activos financieros disponibles y costos de búsquedas, vinculados a qué activo financiero comprar, y (ii) se generan nuevas herramientas para el manejo de riesgos y la estabilidad financiera. En consecuencia, el MIB constituye la base de los mercados financieros y punto de partida esencial para la creación de los mercados de deuda pública y el resto de los mercados financieros.

Dada las ventajas de mantener el funcionamiento eficiente de un mercado de dinero, para así contribuir a la estabilidad financiera en una economía, se fundamenta la enorme importancia que ha ganado el tema en la teoría y en la práctica internacional.

Sistema canal/corredor

El sistema canal/corredor constituye uno de los mecanismos utilizados por los bancos centrales para regular la operatoria del MIB y minimizar la volatilidad de las tasas de interés. Por medio de mecanismos de mercado, se establecen los límites máximos (techo) y mínimos (piso) de tasa de interés dentro de los cuales el banco central decide que se opere.

Mediante el establecimiento de este corredor, los bancos centrales buscan garantizar que este espacio represente la primera instancia a la cual el sistema financiero acude en búsqueda de liquidez previo a la solicitud de préstamos al banco central y a la liquidación de activos. Esto posibilita ajustar los desequilibrios de tesorería que experimente el sistema a partir de sus propias reservas, sin necesidad de emisión primaria por parte de la autoridad monetaria.

El banco central define una tasa de interés de referencia (i^*) que es ajustada continuamente según las condiciones económicas del país. Dicha tasa es el centro del corredor cuyo techo y piso están formados por las tasas de facilidad de préstamo y de depósito, respectivamente. Así, se pretende que la tasa de interés del MIB se sitúe en torno de la tasa de referencia y dentro del corredor. El hecho de que el servicio permanente de préstamo (i^l) sea más alto que la tasa de referencia, tiene el objetivo de garantizar las necesidades temporales de liquidez del sistema financiero. Por otro lado, se establece un servicio permanente de depósito más bajo que la tasa de referencia, para que las instituciones financieras puedan colocar sus excedentes de liquidez a una tasa fija (i^d), que en algunos casos puede ser cero o incluso negativa (Figura 1) (Woodford, 2001).

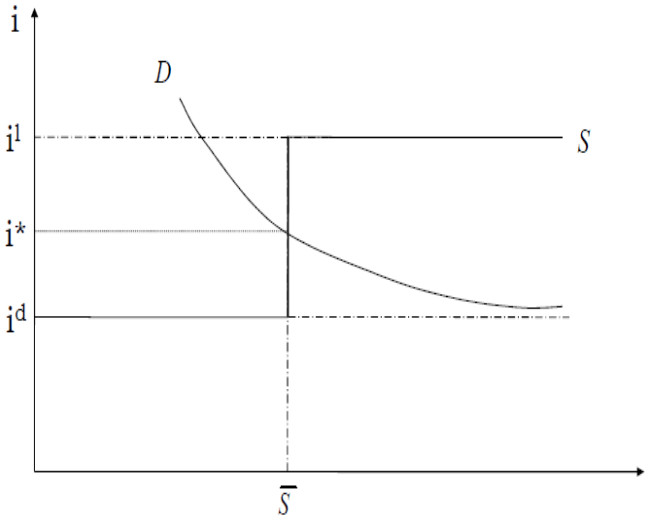


Figura1. Oferta y demanda de liquidez en un esquema de corredor[2]. Fuente: Woodford, M. (2001). *"Monetary Policy in the information Economy".* Working paper, Department of Economics Princeton University.

En la Fig. 1, la curva de demanda de liquidez (D) expresa la necesidad de liquidez de los bancos del sistema a una tasa dada. Tiene la forma descendente tradicional de las curvas de demanda, en tanto mientras mayores sean las tasas de los préstamos interbancarios, menor será la cantidad que estén dispuestas a pedir en crédito las instituciones financieras y, en consecuencia, también será menor la

[2] D: curva de demanda de liquidez, S: curva de oferta de liquidez, i^d: tasa fija de depósitos,i^*: tasa de interés de referencia, i^l: servicio permanente de préstamo.

liquidez interbancaria (Pérez & Lage, 2012).

Por su parte, la curva de oferta de liquidez (S) expresa la cantidad de dinero que está dispuesto a ofrecer el banco central, en función de las tasas de interés. Su forma particular obedece, en primer lugar, a que la oferta de dinero es vertical, o sea, no depende de factores del mercado, sino de la decisión discrecional de la autoridad monetaria de aumentar o disminuir el suministro de liquidez.[3] Esto es lo que ocurre entre el piso y el techo del corredor (Pérez & Lage, 2012).

El dinamismo de este sistema se basa en que los bancos siempre preferirán prestarse entre ellos dada la diferencia existente entre las tasas de interés vinculadas a los límites del corredor. La facilidad permanente de préstamo constituye una penalidad asociada con el uso de la función de prestamista de última instancia de los bancos centrales, en vez del fondeo a través del MIB. Al mismo tiempo la facilidad de depósito establece una penalización a las entidades financieras por no prestar sus fondos excedentes en el MIB. Si bien ningún banco se endeudaría a una tasa superior a la que ofrece el banco central, ninguno prestaría sus recursos a tasas inferiores a las que les ofrece el banco central por depositar sus fondos (Roselló, 2013).

Dada esta perspectiva se logra que la tasa de interés de equilibrio o resultante del mercado interbancario i^*, no esté por encima de i^l y tampoco por debajo de i^d, lo que posibilita al banco central establecer y regular la trayectoria de la tasa de interés interbancaria (Pérez & Lage, 2012).

Mediante la supervisión del mercado y el funcionamiento de este corredor, los bancos centrales perciben señales sobre problemas de liquidez para una entidad en específico. Asimismo, detectan las consecuencias para todo el sistema cuando los desequilibrios experimentados por las instituciones financieras confluyentes son temporales y los problemas de solvencia cuando los desajustes son recurrentes. Cuando la tasa de interés interbancaria se acerca más al techo del corredor o lo que es lo mismo, la curva de demanda se desplaza hacia arriba, se

[3] En la práctica internacional, fundamentalmente se realiza mediante operaciones de mercado abierto.

intuye que escasea la liquidez interbancaria; lo contrario ocurre cuando la tasa interbancaria se acerca al piso del corredor, en cuyo caso se espera que haya excesos de liquidez no demandados por el sistema.

1.2 Papel del Banco Central: Instrumentos y formas de licitación

En la mayoría de las economías donde priman las relaciones de mercado, los bancos centrales son los responsables de la formulación e implementación de la política monetaria. La formulación de la política monetaria consiste en el desarrollo de un esquema que incluye los objetivos,[4] los indicadores (variables operativas e intermedias) y los instrumentos de política monetaria (Pastor & Mesía, 1999).

Los bancos centrales no pueden incidir directamente en sus objetivos finales. Es por ello que para llevar a cabo su política monetaria y con el propósito de lograr determinadas metas, utilizan una serie de instrumentos que deben posibilitarle a la autoridad monetaria operar sobre indicadores que estén relacionados por medio de algún canal de transmisión con las variables que constituyen objetivos finales (Pérez, 2011).

El mecanismo o canal de transmisión de la política monetaria*, "se refiere al proceso mediante el cual las acciones de política del banco central afectan la demanda agregada y la inflación. El proceso del mecanismo surge a partir del momento en que el banco central actúa en el mercado de dinero y sus acciones tienen efecto sobre la tasa de interés de corto plazo"* (Villalobos & *et al*., 1999).

La intervención y participación activa del banco central en el mercado de dinero se basa en su capacidad de administrar la liquidez interbancaria de manera eficiente. La autoridad monetaria debe tener la capacidad técnica de pronosticar las posibles variaciones y poseer los instrumentos para retirar o inyectar fondos en el mercado para así influir en la tasa de interés interbancaria. Esta tasa de corto plazo servirá de referencia para la formación de las tasas activas y pasivas, debido a la alta integración e interconexión de los mercados financieros, refleja la situación de

[4] Los objetivos finales que pueda tener un banco central varían de un país a otro, pero es cada vez más frecuente que se centren en la estabilidad de precios, mantener niveles bajos y estables de inflación.

liquidez primaria en el sistema financiero y con ello se convierte en un indicador de las condiciones a nivel macro de la economía real. Por eso, muchos bancos centrales la utilizan como variable operativa o tasa de política monetaria.

1.2.1 Instrumentos de regulación monetaria

El conjunto de instrumentos que posee el banco central constituye las herramientas para implementar su política monetaria, manejar la liquidez del mercado y lograr la estabilidad del sistema financiero. Con lo cual deben facilitarle a la autoridad monetaria la posibilidad de afectar de manera directa las variables operativas conectadas, mediante algún canal de transmisión de política, con las variables establecidas como objetivos finales. Estos deben distinguirse por su flexibilidad, eficacia y oportunidad, y, además, deben tener un efecto predecible sobre la economía (Pérez, 2011).

Por tanto, los instrumentos se definen como el conjunto de operaciones que el banco central lleva a cabo y las regulaciones que aplica a los distintos participantes del mercado financiero para lograr su objetivo operacional (Banco de México, 2010).

Los instrumentos de política monetaria se pueden clasificar en directos e indirectos. A continuación, se dedica un espacio para el análisis de las ventajas y desventajas de cada uno.

Con el transcurso del tiempo, la política monetaria ha ido evolucionando y adquiriendo mayor complejidad, aparejado a esto, los bancos centrales han transitado del uso de instrumentos administrativos (directos) a instrumentos más flexibles (indirectos) que les conceden mayor importancia a los mecanismos de mercado (Cruz, 2014).

Los instrumentos de tipo directos son aquellos que ejercen un control administrativo sobre las variables monetarias fundamentales, es decir, constituyen directivas que suministra el banco central para controlar las tasas de interés, los créditos de las instituciones financieras, las tasas de cambio, etc. Establecer el máximo en préstamos bancarios o en tasas de depósito, es un ejemplo de control

directo sobre la tasa de interés (Gray & Hoggarth, 1997).

Este tipo de instrumentos son más difundidos en economías con sistemas bancarios regulados, desarrollo limitado de los mercados financieros y baja bancarización, ya que, por características del entorno económico y el marco institucional, pueden constituir la forma más viable que poseen los bancos centrales para cumplir con los objetivos de la política monetaria.

En ocasiones los desequilibrios y problemas de una economía son tan graves, que el uso exclusivo de instrumentos indirectos pierde efectividad, siendo los controles directos la única manera de conducir la política monetaria. Es importante mencionar que, en situaciones de recesión, incluso los países que utilizan habitualmente instrumentos indirectos para realizar sus operaciones monetarias, tienden a recurrir al empleo de instrumentos directos, ya que estos permiten regular con mayor efectividad el escenario existente (Cruz, 2014).

A pesar de la facilidad que ofrecen los instrumentos directos, su empleo puede generar una serie de dificultades o desventajas, que en gran medida son responsables de que estos hayan perdido protagonismo y que de cierta forma hayan sido desplazados por los instrumentos indirectos. Entre estas desventajas se encuentran:(i) restringen la eficiencia del sistema financiero, (ii) impiden que la competencia permita a los bancos más eficientes expandir sus depósitos y créditos ofreciendo tasas de depósito más altas y tasas de préstamo más bajas, (iii) con el transcurso del tiempo pierden efectividad porque los agentes tienden a buscar formas de evadirlos, (iv) los costos que estos controles generan son difíciles de cuantificar, (v) pueden generar excesos de liquidez y (v) pueden alentar la represión y la desintermediación financiera[5] (Cruz, 2014).

Los instrumentos indirectos han ganado protagonismo durante los últimos años estos influyen de manera indirecta sobre las variables objetivo, como el nivel de precios, afectando el balance del propio banco central y las tasas de interés que

[5] Los prestamistas y ahorradores a lo largo del tiempo buscarían otros caminos para obtener préstamo, como por ejemplo en el exterior, evitando de esta forma los controles internos.

fija para sus operaciones con el resto de las instituciones financieras. Este tipo de controles se suele emplear en sistemas financieros desarrollados, o en aquellos que simplemente se han propuesto abandonar los mecanismos basados en controles administrativos. Las ventajas derivadas de su uso hacen que actualmente exista una tendencia notable a su empleo por muchos bancos centrales a nivel internacional.

Estos controles permiten una asignación más eficiente del crédito en la economía, por lo que a diferencia de los controles directos no limitan la eficiencia del sistema financiero. Además, constituyen instrumentos más flexibles, y posibilitan una mayor transparencia y comunicación en los mercados financieros. Asimismo, estos permiten alcanzar los objetivos de política monetaria con mayor eficacia, flexibilidad y con menores costos que los controles administrativos (Cruz, 2014).

Dentro de este grupo los más utilizados por los bancos centrales para surtir o retirar la liquidez del sistema son: el encaje legal o requerimiento de reserva, la ventanilla de descuento y las Operaciones de Mercado Abierto (OMA).

En el MIB es usual que sucedan desequilibrios que afecten la liquidez. Una de las consecuencias de estos desajustes, que justifica la intervención del banco central en el mercado, es la volatilidad de las tasas en el MIB. Debido a eso, las políticas operacionales de muchos bancos centrales buscan proveer toda la liquidez demandada o absorber la liquidez sobrante evitando así la variabilidad de las tasas de interés de corto plazo. Para ello utilizan los instrumentos de corto o largo plazo, en dependencia del tipo de desequilibrio experimentado por el mercado.

Entre los que se pueden utilizar están:

- Requerimientos de reserva
  - Coeficiente de reservas o encaje legal
- Ventanilla de descuento
  - Servicio de prestamista de última instancia
  - Servicio permanente de créditos

• Operaciones de mercado abierto

- Operaciones de reporto (repo directa o repo inversa)
- Las operaciones de compra y venta definitiva de valores del gobierno y del propio banco central
- Las subastas de créditos del banco central o depósitos en el banco central
- Las operaciones de compra y venta definitiva de moneda extranjera
- Las operaciones de compra al contado y venta a futuro de moneda extranjera (Swap de moneda extranjera)

El *Coeficiente de reservas o encaje legal* constituye el porcentaje de los depósitos u obligaciones que los bancos deben mantener inmovilizados como reserva en el banco central, que pueden ser remunerados o no. Se utiliza para regular la liquidez del mercado de dinero, lo que permite influir sobre los créditos que brindan las instituciones financieras.

Un incremento del coeficiente de encaje legal, disminuye la cantidad de crédito que pueden ofrecer los bancos comerciales, porque tienen la obligación legal de mantener una proporción mayor de los depósitos en forma de reservas obligatorias, esto hace que se reduzca la capacidad de multiplicación de los bancos comerciales a través del crédito, disminuyendo así la emisión secundaria y por tanto la oferta monetaria.

Hasta hace poco tiempo, el uso de los requerimientos de reserva o encajes solía ser el instrumento más utilizado por los bancos centrales para regular la liquidez del mercado de dinero. Una de las grandes desventajas de este instrumento es que su aplicación no tiene resultados inmediatos en la liquidez, ya que, si bien afecta la base monetaria de manera inmediata, el impacto principal se da a través del multiplicador bancario y la expansión o contracción del crédito. Otra razón por la cual los bancos centrales utilizan menos los requerimientos de reservas es que funcionan como un impuesto a la intermediación financiera, que puede elevar significativamente el costo de crédito y castigar a los depositantes, ya que los bancos tienden a buscar otras fuentes de financiamiento más baratas que los

depósitos del público.

La ventanilla de descuento constituye el conjunto de operaciones mediante las cuales la autoridad monetaria suministra liquidez a las instituciones financieras, incluye el servicio de prestamista de última instancia y el servicio permanente de crédito.

Los bancos centrales pueden hacer valer su función de prestamista de última instancia ante determinadas crisis de liquidez o situaciones de pánico bancario. Es por ello que este instrumento permite suministrar reservas a los bancos cuando nadie más le concede préstamos, disminuyendo en muchas ocasiones el temor financiero y con ello las corridas bancarias (Cruz, 2014).

Los servicios permanentes son considerados mecanismo de seguridad y se utilizan a iniciativas de los bancos comerciales. El servicio permanente de crédito tiene el objetivo de garantizar las necesidades temporales de liquidez del sistema financiero. Además, existe el servicio permanente de depósito o facilidades de depósitos, el cual permite que las instituciones financieras puedan rentabilizar sus excedentes de liquidez realizando depósitos en el banco central. Normalmente se utilizan al cierre del día y tienen una penalización, por lo que regularmente los bancos centrales establecen una tasa de interés cercana a cero o incluso, en algunos casos, puede ser negativa.

Es importante destacar que el verdadero objetivo es que los bancos comerciales acudan al servicio permanente de créditos solo cuando ya no quede ninguna otra opción en el mercado, teniendo en cuenta que representa una emisión, y desde el punto de vista de los bancos centrales siempre es más eficiente que las necesidades de liquidez sean cubiertas con las propias reservas del sistema financiero.

La combinación del servicio permanente de crédito con las facilidades permanentes de depósito, permite a los bancos centrales utilizar la ventanilla de descuento como último recurso para equilibrar el mercado monetario, en caso de que el banco central se haya quedado por debajo o se haya excedido en la liquidez suministrada al sistema financiero (Cruz, 2014).

Las operaciones de mercado abierto (OMA) consisten en la compra o venta de activos financieros (bonos, letras, pagarés), por parte del banco central a los bancos comerciales. Las OMA son un instrumento de política monetaria basado en la oferta y demanda de estos títulos valores con el propósito de incidir en la regulación (expansión o contracción) de la base monetaria.

Las OMA pueden realizarse con títulos del gobierno y/o con títulos del propio banco central, pero lo más común es que en estas operaciones la autoridad monetaria emplee títulos del gobierno que ya han sido emitidos previamente.

En la actualidad, la mayoría de bancos centrales utilizan operaciones de mercado abierto como principal instrumento de política monetaria. Su popularidad radica en su flexibilidad y rapidez para afectar la liquidez de los mercados de dinero. Sin embargo, para que estas operaciones alcancen los propósitos que persigue un banco central, es importante que el mercado de dinero se encuentre suficientemente desarrollado.

Las Operaciones de reporto constituyen el instrumento más común para operar en el mercado de dinero con el objetivo de otorgar o retirar liquidez de corto plazo al sistema financiero. En dichas operaciones el banco central realiza una compra o venta de valores a agentes autorizados con el acuerdo de realizar la operación inversa en una fecha preestablecida.

La diferencia entre el precio de venta y el precio de compra de estos valores representa la tasa de interés que cobra el banco central a los bancos comerciales por haberlos provisto de financiamiento transitorio. Los plazos más comunes en estas operaciones son de un día hábil y una semana, en dependencia de las condiciones financieras, nivel de desarrollo y profundidad de cada mercado.

Mediante las operaciones de reporto se garantiza la eficiencia de las operaciones del banco central en el mercado interbancario y contribuye al desarrollo del mismo. El reporto otorga al prestamista un mejor acceso a garantías y mayor derecho legal sobre los títulos. Por tanto, se convierte una fuente ágil y flexible de financiamiento para las entidades financieras.

La compra y venta definitiva de valores del gobierno y del propio banco central representa la modalidad tradicional de OMA. A través de este tipo de operaciones el banco central puede afectar de manera permanente la liquidez e influye sobre las tasas de interés del mercado. Por tanto, su principal propósito es dar señales al mercado sobre la tendencia de tasa de interés.

A diferencia de las operaciones de reporto, la compra definitiva de valores no implica el compromiso de llevar a cabo la operación inversa con la contraparte de la operación. En países en los que los mercados de valores son profundos, la compra/venta definitiva de valores representa un mecanismo importante para la instrumentación de la política monetaria.

Las subastas de créditos del banco central o depósitos en el banco central se utilizan cuando un banco central de manera involuntaria se excede en las operaciones que realiza para retirar liquidez del sistema, tiene la opción de inyectar liquidez haciendo competir a los intermediarios financieros por el acceso a créditos del banco central. Por otro lado, en una situación de alta liquidez, el banco central podría considerar retirar dinero del mercado, para lo cual podría ofrecer algún rendimiento que estimule a aquellos agentes con altos excedentes de liquidez a efectuar depósitos en el banco central. Este tipo de operaciones pueden ser de corto o mediano plazo y son utilizadas frecuentemente para afinar la política monetaria (Pastor & Mesía, 1999).

El uso de esta modalidad cobra relevancia en mercados financieros poco desarrollados, donde no existen títulos para hacer operaciones de repos y compra-venta definitiva o los títulos que se manejan no son aceptados por los agentes debido a la falta de confianza y credibilidad de los mismos.

A través de la *compra y venta definitiva de moneda extranjera, el banco central puede* afectar la liquidez en los mercados de dinero de manera permanente. En ocasiones una entrada o salida rápida de capitales puede crear distorsiones en el mercado monetario y de divisas, ante esto el banco central puede utilizar este tipo de OMA para evitar una apreciación o depreciación no deseada de la moneda nacional, que provocaría otros problemas en la economía (Cruz, 2014).

Las operaciones swaps de divisas consisten en realizar compras temporales de moneda extranjera con el propósito de inyectar liquidez y con el compromiso de reventa a un tipo de cambio pactado al momento de la operación. Estas operaciones son empleadas para afectar la liquidez de corto plazo del mercado de dinero. Además, son muy similares a las operaciones de reporto con moneda local, con la diferencia de que no se realizan en el mercado de dinero sino en el mercado de divisas.

A medida que los mercados financieros se desarrollan, la tendencia de los bancos centrales es a otorgar a las OMA un mayor peso en la política monetaria, ya que son más flexibles por lo que pueden realizarse frecuentemente, y constituyen un método útil para estabilizar las tasas de interés a corto plazo. Mientras que los servicios permanentes constituyen un mecanismo tipo válvula de seguridad y se establecen normalmente para desalentar su utilización frecuente, instaurando un tope máximo y mínimo a las tasas del mercado. Las ventajas de las OMA son notables respecto al coeficiente de encaje legal y la tasa de descuento, ya que a través de estas operaciones se puede conducir la política monetaria con mayor precisión, eficiencia y flexibilidad.

1.2.2 Formas de licitación

Una vez definidos los instrumentos adecuados para la intervención de los bancos centrales en los mercados de dinero con el propósito de regular la liquidez interbancaria, llevar a cabo acciones de política monetaria y elevar la eficiencia de estos mercados, es importante explicar las formas de negociación de los valores, créditos y depósitos enfocados al logro de estos objetivos. Para ello, la metodología más empleada por la mayoría de los gobiernos y bancos centrales a nivel internacional, ya sea en mercados desarrollados o en desarrollo, es la subasta pública.

La subasta es una técnica de mercado que considera un conjunto explícito de reglas que permite asignar instrumentos financieros, donde la venta de valores se anuncia por adelantado; los participantes autorizados presentan una o varias posturas sobre una base competitiva, tienen la misma fecha límite y la asignación

se efectúa sólo por el precio[6] (Humala, 2015).

Las subastas pueden conducirse en dos formatos básicos: de viva voz[7] o en pliego o sobre cerrado. En la práctica la mayoría de las economías usan variantes del sistema de pliego cerrado. Estos sistemas no revelan información a los postores durante el proceso mismo de la subasta. Tradicionalmente, las posturas por escrito se colocan dentro de un sobre cerrado, los cuales no se abren hasta el momento en que se cumple el plazo de la subasta. En la actualidad, las posturas se presentan por teléfono o electrónicamente, pero la información sobre el volumen y el nivel de las posturas no se revela a los participantes hasta que se completa el proceso de la subasta (Gray, 1999).

Además, se pueden presentar dos tipos de peticiones, competitivas (precio múltiple o precio único) y no competitivas:

- Subasta Pública Competitiva: Mecanismo mediante el cual los participantes en una licitación indican el monto y el precio de sus posturas.
  - Subasta Pública Competitiva de Precios Múltiples: Aquella en la cual se pueden adjudicar las posturas a diferentes precios.
  - Subasta Pública Competitiva de Precio Único: Aquella en la cual se adjudican todas las posturas a un mismo precio.
- Subasta Pública No Competitiva: Mecanismo mediante el cual las ofertas se adjudican al precio que resulta de las ofertas competitivas adjudicadas.

A continuación, se explican las particularidades de la subasta competitiva a precio múltiple y a precio único, así como el mecanismo de asignación pasiva, la subasta pública no competitiva.

[6] En el caso de los instrumentos financieros, el precio más elevado es el que otorga el menor rendimiento. Es posible licitar por el rendimiento más bien que por el precio, en cuyo caso los valores se asignan a las posturas que ofrecen rendimientos más bajos (Gray, 1999).

[7] La subasta de viva voz se usa tradicionalmente para vender artículos individuales, tales como una pintura en una subasta, o para bienes agrícolas, incluido el ganado. Las posturas pueden conducirse anónima y electrónicamente. Algunos autores han sugerido que la cotización de compra de viva voz electrónica puede ser el método más efectivo para vender deuda pública, aunque se presentarían considerables dificultades prácticas para establecer tal sistema (Gray, 1999).

En la subasta de precio múltiple, cada postor exitoso paga el precio al que hace la postura y recibe diferentes rendimientos de acuerdo con los diferentes precios establecidos.

En esta modalidad, el postor puede pagar por un título más de su precio de mercado, lo cual genera problemas de incertidumbre vinculados al temor de los participantes. El precio de asignación corresponde claramente al precio marginal que el mercado está dispuesto a pagar por el volumen de valores vendidos, y es probable que las transacciones en el mercado secundario comiencen a ese nivel aproximadamente. Cualquiera que haya hecho posturas por encima de ese precio puede, en consecuencia, enfrentar una pérdida al valuar los títulos a precio de mercado, puesto que los valores obtenidos "exitosamente" en la subasta podrían tener un valor de reventa inferior al pagado. Esto se conoce como "la maldición del ganador". En un mercado estable y activo, donde el precio justo de mercado probablemente sea conocido por los participantes, la incertidumbre será menor, pero en mercados menos desarrollados, donde los precios sean más volátiles, la incertidumbre podría ser mayor (Gray, 1999).

La incertidumbre puede llevar a algunos participantes en el mercado a mantenerse al margen de la subasta, y en su lugar comprar después los títulos en el mercado secundario. El establecimiento de un sistema de precios múltiples puede tender a concentrar las posturas en manos de un número relativamente pequeño de participantes.

Por otro lado, mediante un sistema de precio único los valores se asignan a quienes hacen las posturas más elevadas. En esta última modalidad, cierto número de postores pagan menos por los valores de lo que habían expresado que estaban dispuestos a pagar. Por tanto, para una curva de demanda dada, la cantidad de dinero recibido por el emisor con el sistema de precio único es menor que la recibida bajo un sistema de precio múltiple (Gray, 1999).

La teoría de las subastas apunta que un sistema de precio único reduce la incertidumbre para los postores en varios aspectos y así les alienta a hacer posturas a un precio más elevado del que hubieran ofrecido bajo un mecanismo

de precio múltiple.

Este mecanismo puede estar abierto a la manipulación de mercado si no existe límite superior en la adquisición de valores por un solo postor, ya que un participante podría hacer una postura muy alta por una gran cantidad de valores, a fin de asegurarse de que la postura tiene éxito, en tanto que estaría seguro de que no tendría que pagar tan alto precio. Ese postor podría entonces aprovecharse de su posición dominante en ese valor para "exprimir" el mercado. El temor de que la subasta se halle sujeta a tales manipulaciones por parte de algunas instituciones grandes desalentará a algunos interesados potenciales en participar en el proceso de la subasta.

La subasta de precio único es la modalidad más empleadas en los mercados financieros en general. Además, en aquellos mercados en desarrollo, puede ser más adecuado un sistema de precio único que un sistema de precios múltiples, particularmente cuando se introducen instrumentos nuevos o a largo plazo (Gray, 1999).

En muchos países donde se utiliza un sistema de precio múltiple, los bancos centrales o los gobiernos utilizan la subasta no competitiva. Mediante este procedimiento los títulos se asignan al precio promedio ponderado de las posturas competitivas exitosas. Esto permite a los postores participar en cierta medida sin temer la "maldición del ganador". Su uso puede ser un medio de alentar la participación minorista. En este caso tal vez exista un límite superior (relativamente bajo) en cuanto a tamaño de las posturas no competitivas, para destacar el enfoque minorista y evitar que las instituciones financieras lleguen a abusar del servicio; mientras que los postores no competitivos, en la práctica, reciben la garantía de la plena asignación de sus posturas (Gray, 1999).

Adicionalmente, el servicio no competitivo puede estar abierto a postores mayoristas, en tales casos las autoridades normalmente establecerán un límite superior para los valores que se asignarán a las posturas no competitivas. Tal límite es necesario para asegurar que el precio a que se asignan los valores se establece mediante un volumen razonable de posturas competitivas (Gray &

Talbot, 2009).

Los dos principales beneficios, desde el punto de vista del emisor, de un servicio no competitivo, consisten en que permite a inversionistas minoristas y otros no expertos participar en la subasta, sin temor a tener que pagar un precio demasiado alto; y, donde se puede garantizar la asignación completa (esto puede que sólo sea posible para posturas pequeñas, minoristas) también se elimina la incertidumbre acerca de si una postura será o no exitosa (Gray, 1999).

Para establecer un sistema de subasta sobre otro, así como para diseñar las características particulares del mecanismo que se usará, la autoridad monetaria tiene que tomar en cuenta, dependiendo de las condiciones y características del mercado, tanto los riesgos como los beneficios, considerar las formas y maneras en que pueda reducir la incertidumbre y maximizar la demanda, sin que se produzca una pérdida excesiva de flexibilidad y se tenga un costo total aceptable.

Capítulo 2: Experiencias Internacionales en la regulación del MIB

Hasta el momento se han expuestos los elementos teóricos principales acerca del MIB, así como los instrumentos de política monetaria tratados por la teoría convencional y el mecanismo más difundido por bancos centrales y gobiernos a nivel internacional para la licitación de dichos instrumentos. A partir del papel que juegan los mercados de dinero en el desarrollo eficiente del sistema financiero, se hace necesaria la validación empírica de las formas de intervención y regulación de los bancos centrales en el mismo.

En correspondencia con el segundo objetivo específico de esta investigación, este capítulo recogerá experiencias internacionales en las formas de intervención de los bancos centrales en el mercado interbancario. Es decir, se analizarán los principales instrumentos de regulación monetaria y métodos de adjudicación de las operaciones dentro del MIB, que han sido empleados por diferentes países latinoamericanos seleccionados como casos de estudio.

Los países seleccionados fueron: República Dominicana, Perú, México y Colombia, por su experiencia en la regulación de los mercados monetarios y financieros, de la cual se podrían extraer lecciones válidas a extrapolar para el caso cubano. Estos países son economías subdesarrolladas como la cubana, pero con sistemas financieros más conformados, y cuyo camino o experiencia puede ser importante para Cuba. En el caso de República Dominicana, además de ser también una isla del Caribe y presentar bajo desarrollo y profundidad de los mercados financieros, resulta interesante por la aplicación reciente de formas de intervención basadas en mecanismos de mercado. El caso de Perú resultó llamativo para la investigación por la gama de instrumentos de política monetaria que maneja el banco central del país. México y Colombia se tomaron como referencias de estudio debido a la vasta historia monetaria de ambas economías.

2.1 Caso de estudio: República Dominicana

El Banco Central de la República Dominicana (BCRD) desde inicios de 2012 implementa su política monetaria de acuerdo a un Esquema de Metas de Inflación. Esto es el resultado de un proceso de fortalecimiento del marco institucional y de la política monetaria, iniciado en la década pasada, que aseguraría el tránsito hacia este nuevo esquema monetario, según lo establece la Ley Monetaria y Financiera 183-02 y la Constitución Dominicana. Se trata de un esquema basado en el uso de instrumentos y mecanismos de mercado, así como la utilización de una tasa de interés de política monetaria (tasa interbancaria) que permitiría el traspaso al resto de las tasas de mercado y por consiguiente a las variables reales: consumo, ahorro e inversión (Banco Central de la República Dominicana, 2010).

En este sentido, uno de los cambios más importantes fue la implementación de nuevos instrumentos, con lo cual se efectuó la transición del uso de instrumentos directos, como los topes al crédito, el uso de reservas, la colocación de certificados al público, a instrumentos indirectos. Desde ese entonces, las operaciones de mercado abierto constituyen uno de los instrumentos empleados por el banco central para conducir su política monetaria (Cruz, 2014).

Las decisiones respecto al nivel de la tasa de política monetaria y al sistema canal/corredor son tomadas por el Gobernador del banco central y los miembros del Comité de Operaciones de Mercado Abierto en la Reunión de Política Monetaria celebrada en la última semana de cada mes. En estas reuniones, los participantes analizan el balance de riesgos en torno a los pronósticos de inflación, la evolución de los principales indicadores macroeconómicos nacionales, el entorno internacional relevante para la economía dominicana, las expectativas del mercado y las proyecciones de ese conjunto de variables (Banco Central de la República Dominicana, 2018).

La siguiente tabla (Tabla 1) muestra los instrumentos empleados por el BCRD para regular la liquidez del sistema a través del MIB.

Tabla 1. Instrumentos de Regulación Monetaria utilizados por el BCRD

	Corto Plazo (hasta 1 año)		*Largo Plazo (+ 3 años)*
Instrumentos emitidos por el BCRD	*Ventanilla directa de depósitos remunerados de CP (overnight)*	*Facilidades permanente de expansión (repos)*	*Certificados de Inversión Especial del BC*
	Letras a un día	*Repos a un día*	*Notas del BC*
	Tasa de Encaje		*Letras del BC*
Instrumentos emitidos por el Gobierno			*Bonos del sector público o Ministerio de Hacienda*

Fuente: Elaboración propia a partir de información oficial del Banco Central de la República Dominicana.

Los certificados de inversión especial del BCRD, las letras y notas del BCRD, así como los títulos emitidos por el Gobierno o Ministerio de Hacienda, se utilizan para regular la liquidez a largo plazo, habitualmente a 3, 5 y 7 años. El banco central ha hecho uso de este tipo de instrumentos para atender desequilibrios monetarios estructurales o permanentes, con ello evitar desviaciones de la tasa de interés de referencia y controlar presiones sobre los precios.

La tasa de encaje históricamente se ha usado como instrumento complementario de política monetaria ante situaciones de desaceleración del crédito o la actividad económica. En la última década, el BCRD ha hecho uso condicional del encaje legal como instrumento adicional de política para estimular la economía, como una forma de acelerar el mecanismo de transmisión de la política monetaria, a través del canal de la tasa de interés y el canal del crédito para incidir fundamentalmente en las decisiones de consumo, ahorro e inversión del sector población (Banco Central de la República Dominicana , 2016).

El banco central mantiene la ventanilla directa de depósitos remunerados de corto plazo (*overnight*) para recibir los excedentes diarios de liquidez del sistema

bancario, y evitar presiones inflacionarias en la economía real. Además, este banco utiliza la llamada ventanilla lombarda, que no es más que la facilidad de crédito que mantiene la institución monetaria a las entidades financieras. Estos instrumentos hacen la función de piso y techo de un corredor de tasas de interés en el que la tasa interbancaria se mueve entre las tasas correspondientes a estas ventanillas (Banco Central de la República Dominicana, 2018).

Al final de cada día de operaciones el banco central recibe información sobre el comportamiento de las tasas de interés y los montos de las operaciones que se realizaron entre las entidades de intermediación financiera, así como la identificación de las mismas; así la tasa interbancaria es el resultado del promedio ponderado de las tasas de interés que se concertaron en el mercado (Roselló, 2013).

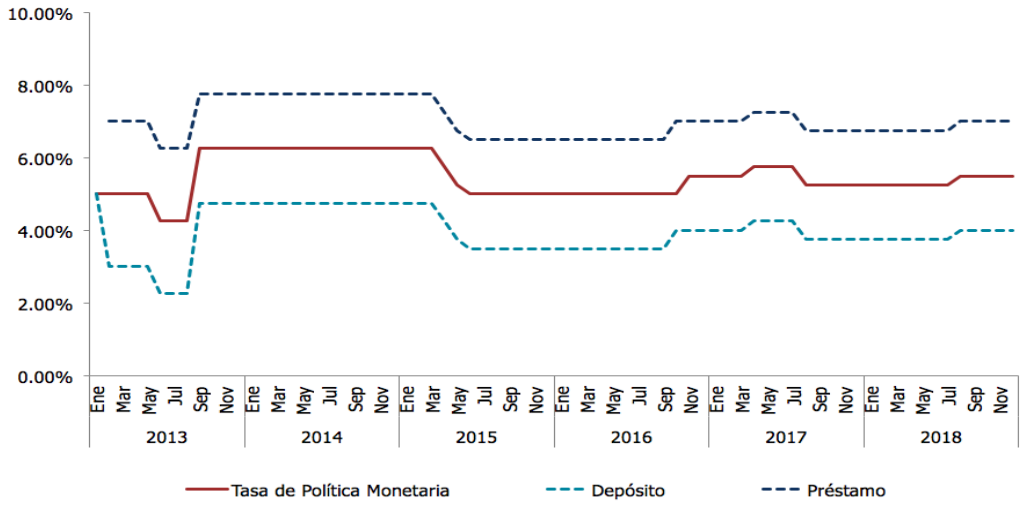


Figura 2. Corredor de Tasas de Interés del BCRD (%). Tasa de política monetaria. Fuente: Banco Central de la República Dominicana. (2018). *Informe de la Economía Dominicana*.

La Fig. 2 muestra el manejo de la tasa de política monetaria en los últimos años, además del comportamiento de las facilidades de préstamo y depósito. El tratamiento de esta tasa interbancaria durante el último año se ha mantenido estable durante el primer semestre, el BCRD la mantuvo en 5.25% anual. Sin embargo, decidió aumentarla en 25 puntos básicos, en julio de 2018, ubicándola

en 5.50% y con ello las tasas de las facilidades permanentes de contracción y de expansión aumentaron hasta 4.00% y 7.00% respectivamente. Esta decisión estuvo sustentada en un análisis del balance de riesgos en torno a las expectativas y proyecciones de inflación, así como de la evolución de los principales indicadores macroeconómicos del entorno internacional y doméstico (Consejo Monetario Centroamericano , 2018).

Las OMA, como se mencionó anteriormente, constituyen uno de los instrumentos más importantes con los que opera el BCRD. Con el objetivo de regular la liquidez diaria, el banco central utiliza la tasa interbancaria como tasa de referencia para las operaciones de expansión y contracción al plazo de un día hábil. En correspondencia con las informaciones que brinda esta tasa con relación a la liquidez del sistema financiero, la autoridad monetaria realiza intervenciones diarias que resultan de la subasta de Letras del BCRD[8] y/o Reportos (Repos), indicando la senda que debe seguir la tasa interbancaria (Banco Central de la República Dominicana, 2018).

Las OMA, en cualquiera de sus modalidades, se realizan y garantizan solamente con títulos de deuda que hayan sido emitidos por el propio banco central o con títulos de deuda pública[9], a través de los servicios de ventanilla, colocaciones directas o mecanismos de subasta pública competitiva y no competitiva, según lo establezca la Junta Monetaria[10] (Roselló, 2013).

En el caso de las subastas, el banco central realiza una convocatoria al público en general, aunque a veces lo limita a entidades financieras (puestos de bolsa, bancos, asociaciones) y anuncia por medios masivos la oferta a realizar con el

[8] Las subastas de las letras son celebradas cada dos semanas durante un año natural. Sin embargo, las fechas de las subastas de notas y bonos no están programadas ni definidas en un calendario ya que las mismas se utilizan para el manejo de la política monetaria llevada a cabo por el BCRD.

[9] Los títulos-valores tienen que haber sido emitidos por el Gobierno por lo menos un año antes de efectuarse la operación.

[10] La Junta Monetaria es el órgano superior del banco central. Le corresponde la regulación del sistema monetario y financiero de la Nación. Tiene a su cargo la dirección y adecuada aplicación de las políticas monetarias, cambiarias y financieras de la nación y la coordinación de los entes reguladores del sistema y del mercado financiero. La Junta está presidida por el Gobernador del Banco Central de la República Dominicana.

monto a subastar y la tasa de interés del instrumento para cada vencimiento. Usualmente estas convocatorias se anuncian como mínimo con tres días de anticipación a la fecha de la subasta y cinco días de la fecha de adjudicación o liquidación.

La autoridad monetaria recibe las propuestas de todos los interesados hasta el día y la hora indicados en la convocatoria. Los participantes pueden participar al precio y rendimiento que deseen, no necesariamente al interés que ofrece el BCRD. Esto permite que el inversionista reciba el rendimiento que le interesa para el plazo convocado. Sin embargo, el BCRD luego de recibir todas las órdenes adjudica a las mejores posturas hasta agotar el monto completo de la oferta (aunque a veces se adjudica más del monto ofertado). Por lo tanto, hay ofertas que se reciben que el banco central no adjudica y que quedan por fuera en la subasta. El resultado individual y consolidado de la subasta, se informa a los participantes por cualquier medio de comunicación, una vez concluido el proceso de adjudicación (Banco Central de la República Dominicana , 2016).

Para el caso de las operaciones en reporto, cuando el banco central realiza operaciones de compra con pacto de reventa de títulos físicos (repo directo), mantiene la custodia de dichos títulos durante la vigencia del acuerdo de compra. Sin embargo, en los casos de operaciones de venta con pacto de recompra (repo inversa), los títulos físicos pueden ser mantenidos en custodia por la entidad que los haya comprado. El banco central, al vencimiento de las operaciones de reportos, acredita o debita las cuentas de las entidades, por el valor de la operación, más los intereses correspondientes (Banco Central de la República del Perú, 2006).

Para realizar la liquidación de las operaciones interbancarias se utiliza el Sistema de Pagos de la República Dominicana. Este sistema de pagos tiene en su base la Liquidación Bruta en Tiempo Real[11] (LBTR) el cual es administrado por el BCRD y

[11] El LBTR permite la liquidación en tiempo real de las operaciones realizadas utilizando cualquiera de los instrumentos de pago en uso. Este sistema procesa y liquida de forma individual y en el menor tiempo posible, las instrucciones interbancarias de transferencia de fondos remitidas por cada participante, en el que cada uno de ellos conoce a su contraparte (Banco Central de la República Dominicana, 2002).

alimentado por las cuentas de liquidación que las entidades participantes poseen en el mismo[12].

A modo de resumen, la transición hacia esquemas de metas de inflación del BCRD y la consecuente implementación del sistema canal/corredor, ha permitido obtener una tasa de interés de referencia que señale a los agentes económicos la postura del banco central, permitiendo un traspaso al resto de las tasas de mercado y eventualmente, a las variables reales de la economía.

De esta experiencia es importante destacar los aspectos esenciales a tener en cuenta para consolidar el mercado interbancario, entre los cuales se destacan, el tránsito hacia instrumentos indirectos como las operaciones en reporto y la emisión de letras por parte del banco central para la regulación de la liquidez en el corto plazo, así como los títulos emitidos por el Gobierno, entre otros para la intervención en el largo plazo. Además, la forma en que el banco central puede intervenir en el mercado de dinero y la fortaleza y armonización que debe tener el sistema de pagos en la economía.

2.2 Caso de estudio: República del Perú

En el marco de la Constitución Política del Perú y de su Ley Orgánica, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), entidad independiente y autónoma del Gobierno Central, cuenta con las facultades y los instrumentos de política monetaria que le permiten cumplir su objetivo de preservar la estabilidad monetaria en el país.

Hasta 1990, el BCRP implementaba su política monetaria en un contexto de políticas fiscales expansivas y controles estrictos del tipo de cambio y los flujos de capital. Para reducir el impacto de la política fiscal sobre las condiciones financieras el banco central utilizaba instrumentos directos como: requerimientos de encaje, controles selectivos al crédito y controles sobre la tasa de interés y el

[12] Las cuentas de encaje y demás fondos depositados por las entidades de intermediación financiera en el banco central, sirven como cuenta corriente para el sistema de compensación y de pagos.

tipo de cambio. Sin embargo, la aplicación de estas políticas generó represión financiera e hiperinflación en la economía peruana.

Durante la década de los 90 hasta finales de 2001, la política monetaria del BCRP se basó en el control de los agregados monetarios, particularmente la tasa de crecimiento de la emisión primaria y los depósitos de la banca en el banco central en un segundo momento, como metas intermedias de la política monetaria. Los instrumentos utilizados por el BCRP, aunque basado en mecanismos más indirectos como: intervenciones en el mercado cambiario, acumulación de reservas internacionales y créditos de regulación monetaria de corto plazo (redescuentos), resultaron imperfectos para administrar la liquidez en este plazo. El banco central aún no contaba con instrumentos financieros, esencialmente operaciones de mercado abierto, que permitieran su intervención eficiente en el mercado de dinero (Vega, 2015).

A partir del año 2002, la política monetaria del BCRP se conduce bajo un esquema de Metas Explícitas de Inflación con el cual se busca anclar las expectativas inflacionarias del público mediante el anuncio de una meta de inflación. De este modo quedó establecido el corredor de referencia para la tasa de interés interbancaria y las operaciones de mercado abierto como instrumento principal para controlar los movimientos de la misma. Por esta razón, la tasa de Interés de referencia[13] constituye la meta operativa dentro del esquema de política monetaria del BCRP (Roca, 2014).

El banco central toma decisiones de política monetaria mediante el uso de un nivel de referencia para la tasa de interés del MIB (Fig. 3). Dependiendo de las condiciones de la economía (presiones inflacionarias o deflacionarias), este banco realiza operaciones que inyectan o retiran liquidez del MIB, de manera que la tasa de interés de las operaciones *overnight* que realizan las instituciones financieras

[13]Definida como la tasa de interés que el banco central fija cada mes y que es el promedio de las tasas de interés que el BCRP cobra los bancos comerciales (tasa de descuento o tasa de regulación) y la tasa de interés pasiva o tasa *overnight* que paga el BCRP a los bancos comerciales por sus depósitos en el banco central (Roca, 2014).

durante el día, se sitúe en el nivel de la tasa de referencia la que, a su vez, es consistente con las metas de inflación (Banco Central de Reserva del Perú, 2018).

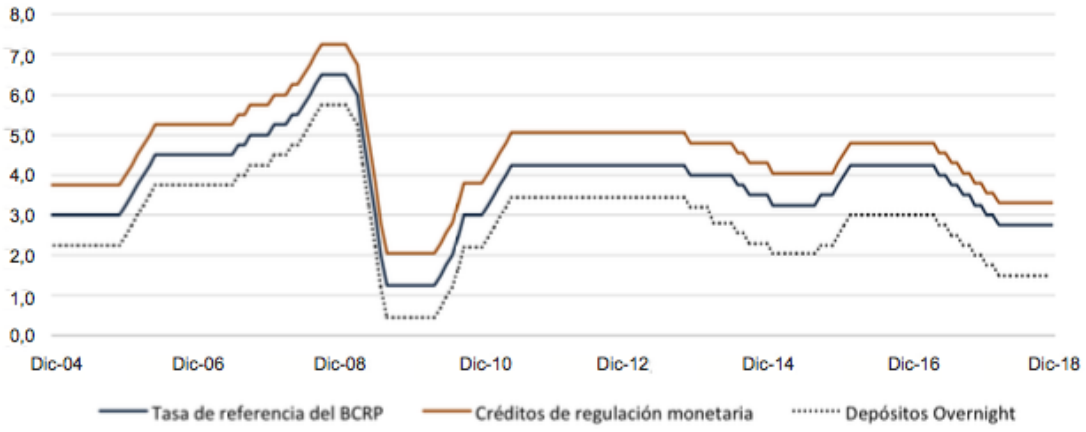


Figura 3. Tasa de Interés de Referencia del Banco Central (%). Fuente: Banco Central de Reserva del Perú. (2018). *Estabilidad Monetaria: Diseño e implementación de la Política Monetaria.*

En Perú, se ha logrado una alta correlación entre la tasa de interés interbancaria y la tasa de interés de referencia, lo cual se traduce en un mayor potencial por parte de la política monetaria para afectar las condiciones monetarias en el sistema financiero (Fig. 4).

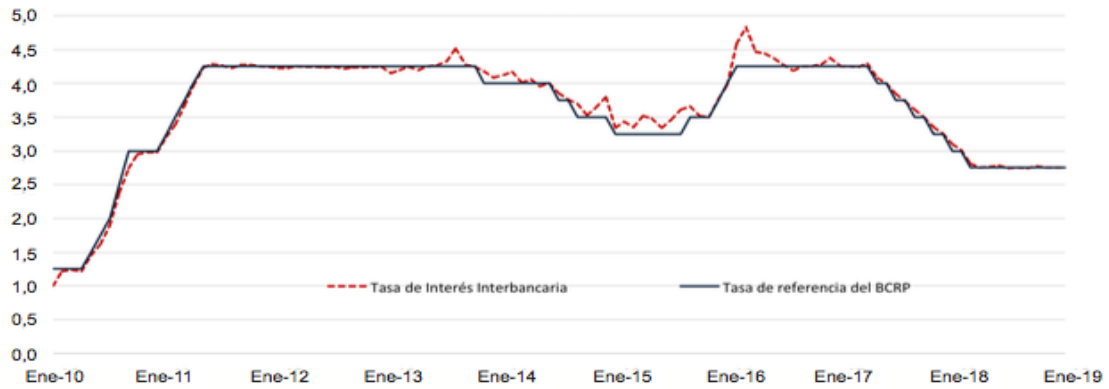


Figura 4. Tasa Interbancaria y de Referencia (%). Fuente: Banco Central de la Reserva del Perú. (2018). *Estabilidad Monetaria: Diseño e implementación de la Política Monetaria.*

La regulación de la liquidez del sistema financiero es dinámica conforme se conocen las condiciones del mismo en el día a día de modo que, la tasa de interés interbancaria se ubique en un nivel cercano al de referencia. Los instrumentos de política monetaria se clasifican en operaciones de mercado abierto, instrumentos de ventanilla y requerimientos de encaje.

A continuación, se explican los instrumentos de mercado utilizados por el BCRP, en dependencia del desequilibrio experimentado por el sistema estos pueden tener como objetivo la inyección o esterilización de fondo (Banco Central de Reserva del Perú, 2010).

- Operaciones de Reporte. Tienen como objetivo la inyección transitoria de fondos al sistema.

  - Repo de soles

    Establecidos con el objetivo de proporcionar liquidez en soles de corto plazo a las instituciones bancarias en situación de escasez de liquidez. Mediante este instrumento el BCRP puede comprar a las entidades del sistema financiero, con el compromiso de que estas realicen la recompra en una fecha pactada, los valores que se aceptan en la operación: Certificados del BCRP y Valores del Tesoro Público emitidos en moneda nacional. La compra de estos títulos se efectúa mediante el mecanismo de subastas. Los plazos de este tipo de operaciones están entre 1 y 7 días, el cual se puede extender hasta 1 año.

  - Repo de monedas regular

    Mediante esta operación el BCRP compra temporalmente moneda extranjera a las instituciones financieras con el compromiso de que estas le recompren en una fecha futura. Emitido mediante subastas o colocaciones directas. El plazo de la operación se concentra desde *overnight*, 1 semana, 6 meses y hasta 4 años.

Las operaciones anteriores constituyen las formas más empleadas por el BCRD para inyectar liquidez en el sistema financiero peruano. Además, el banco central mantiene otras modalidades como son: Repos de monedas expansión, Repo de monedas sustitución, Repo en dólares, Repo con cartera representada en títulos valores, Repo con fideicomiso y Subastas de Depósitos del Banco de la Nación y Tesoro Público.

- Certificados de Depósitos del BCRP (CD BCRP)

  Fueron creados con el objetivo de regular la liquidez del sistema financiero a través de la esterilización de exceso de fondos de los bancos y entidades financieras. La colocación de estos depósitos se efectúa mediante el mecanismo de subasta, generalmente a plazos de 6,12 y 18 meses.

- Certificados de Depósitos con Tasa de Interés Variable del BCRP (CDV BCRP)

  Instrumento con rendimiento en moneda doméstica reajustable en función de la tasa de referencia de la política monetaria. Se utiliza para extraer liquidez en momentos de incertidumbre sobre las tasas de interés futuras. Al estar indexados a la tasa de referencia se reduce este riesgo, ya que su monto nominal está modificado por un factor de reajuste al pago del vencimiento, asociado a la capitalización de la tasa de política monetaria. El mecanismo de colocación de estos valores es mediante subasta. Los plazos son entre 3, 6 y 9 meses.

- Depósitos a plazos (DP BCRP)

  Los DP son depósitos en soles constituidos en el BCRP por las entidades participantes a cambio de una tasa de rendimiento en soles, con el objetivo de esterilizar el exceso de soles en el sistema. Son emitidos mediante el mecanismo de subasta a plazos overnight.

Los instrumentos de ventanilla: Créditos de Regulación Monetaria y Depósitos overnight, constituyen respectivamente los límites superior e inferior, del corredor

de tasa de interés del mercado interbancario. Además, este grupo incluye el Repo directa y Swap directo.

- Créditos de Regulación Monetaria

  Tiene la finalidad de cubrir desequilibrios transitorios de liquidez de las entidades financieras. La institución financiera que solicite esta facilidad tiene que presentar garantías entre las cuales se encuentran los Certificados de Depósitos BCRP, Letras del Tesoro Público y Bonos del Tesoro Público emitidos en moneda nacional, entre otros valores autorizados por el banco central.

- Depósitos overnight

  Depósitos constituidos en moneda nacional y extranjera, generalmente en dólares, en el BCRP, utilizados para retirar exceso de liquidez al final del día de operaciones en el mercado de dinero. La tasa de interés para los depósitos en moneda extranjera la determina diariamente el BCRP.

- Repo directa

  Instrumento similar al Repo de soles y al Repo de monedas regular pero esta operación se realiza fuera de subasta al cierre de las operaciones. Se acepta un mayor número de colaterales. La tasa de interés es la misma que la anunciada por el BCRP para sus créditos de regulación monetaria.

- Compra spot y venta a futuro de moneda extranjera (Swap directo)

  Creado con el propósito de proporcionar liquidez en moneda nacional a las instituciones del sistema financiero utilizando como garantía moneda extranjera. Por medio de esta operación, el BCRP adquiere moneda extranjera del sistema, con el compromiso de reventa al día hábil siguiente de haberse pactado la operación.

Además de los instrumentos de mercado y las operaciones de ventanilla, el tercer grupo de instrumentos con lo que opera el BCRP son los requerimientos de encaje. Constituyen reservas de dinero de curso legal que los bancos mantienen en sus propias cajas y sus depósitos en cuenta corriente en el banco central,

como forma de garantizar las demandas de tesorería y para fines de regulación monetaria. El período de encaje es mensual y las entidades bancarias buscan dentro de este mes cumplir en promedio con el encaje exigible (Banco Central de Reserva del Perú, 2018).

En un contexto de dolarización parcial, como es el caso de Perú, el encaje se ha constituido en un respaldo importante a la liquidez del sistema financiero, debido a que los encajes en moneda extranjera son más elevados que en moneda nacional[14], por el mayor riesgo de liquidez que implica la intermediación en moneda extranjera. Un componente importante de estos requerimientos es su remuneración al encaje adicional (por encima del encaje legal) en moneda extranjera, actualmente equivalente al 60% de la tasa LIBOR, con el fin de atenuar el costo de oportunidad para la intermediación financiera que significa mantener recursos inmóviles (Banco Central de Reserva del Perú, 2018).

Asimismo, el encaje tiene un rol macro prudencial porque contribuye a mantener la estabilidad financiera y macroeconómica. Este es uno de los mecanismos prudenciales de acumulación de reservas internacionales que son útiles en escenarios de reversiones de flujos de capitales de corto plazo. Por tanto, las políticas de encaje diferenciado por monedas no tienen como objetivo influir en la liquidez interbancaria, sino reducir vulnerabilidades que puedan afectar al sistema financiero y a la economía real ante inesperadas salidas de capital (León & Quispe, 2010).

Otro aspecto de la política de encaje en la economía peruana está asociado a su cómputo sobre la base de promedios diarios, lo que facilita el manejo de liquidez de los bancos y las operaciones monetarias del BCRP, contribuyendo a la reducción de la volatilidad de la tasa de interés (Banco Central de Reserva del Perú, 2018).

Una vez expuestos todos los instrumentos de política monetaria con los que opera el BCRP, se hace necesario mencionar los más utilizados para la regulación del

[14] Para el año 2018, la tasa media de encaje exigible en moneda nacional fue de 5% y en moneda extranjera, esta tasa se ubica en un límite máximo de 35%, la que puede ser incrementada para un banco en función a la evolución del crédito en moneda extranjera.

mercado de dinero en Perú y el mecanismo de licitación más empleado. En situaciones de exceso de liquidez, el banco central realiza emisiones de certificados colocados a través de subastas y ofrece al cierre del día de operaciones, depósitos overnight. En los casos de falta de liquidez, las operaciones repo constituyen una fuente importante de fondeo de las entidades del sistema financiero dentro del MIB, y se ofrecen mediante subastas. En este contexto, se ha planteado que *"Las operaciones de reporte son identificadas como uno de los instrumentos más importantes para habilitar recursos líquidos en el mercado de dinero"* (Choy, 2012).

Para concretar las operaciones monetarias y las operaciones interbancarias existe una infraestructura que registra, procesa las operaciones y asegura la transferencia efectiva de los valores emitidos, el sistema de liquidación de valores del Banco Central de Reserva del Perú. Comprende al Registro BCRP[15] y a los procedimientos y acuerdos para liquidar las órdenes de transferencias de valores y sus correspondientes órdenes de transferencias de fondos, bajo un mecanismo de entrega contra pago[16] (Espino & Moquillaza, 2018).

La metodología empleada por el BCRP en la colocación de valores es la subasta pública a precio discriminado, donde la tasa de interés o el rendimiento que se acepta corresponde a la propuesta del participante. La variable de asignación es el precio. Los débitos y abonos se realizan en forma automática en las cuentas corrientes que los bancos mantienen en el banco central.

El banco central convoca a una subasta y anuncia, según el instrumento a licitar, monto, plazo, inversión (incluye la tasa de rendimiento) y precio. En las subastas de certificados de depósitos y los depósitos a plazos las propuestas se ordenan en forma descendente según el precio hasta cubrir el monto subastado. La propuesta más competitiva es la de mayor precio (menor tasa). El BCRP comunica el resultado general (tasas mínimas, máxima, promedio, monto demandado y

[15] Técnicamente, el Registro BCRP es un Depósito Central de Valores.
[16] Es un mecanismo que permite que, en una operación de compra venta de valores, la entrega valores ocurra si y solo si ocurre la entrega de fondos. La vinculación existente entre el sistema de liquidación de valores y el sistema de pagos, permite el funcionamiento del mecanismo.

asignado) y a cada banco su resultado. En el caso de las operaciones repo el resultado de la subasta se asigna a los que ofrecen mayor tasa (menor precio). Las operaciones de ventanilla se realizan a través del mecanismo de colocación directa (Humala, 2015).

Desde el punto de vista de la política monetaria, la operatividad diaria del BCRP influye en el mercado interbancario a través de sus instrumentos. Mediante el control indirecto de la tasa de interés interbancaria, el banco central obtiene señales muy claras sobre la posición que debe adoptar en cuestiones de política. Así mismo, se logra una gestión eficiente de la liquidez en el sistema, controlando la emisión primaria. Es por ello que este mercado juega un rol determinante en el esquema actual de Metas Explicitas de Inflación, principalmente, en la búsqueda de la estabilidad de precios como objetivo final.

2.3 Caso de estudio: Estados Unidos Mexicanos

El Banco de México (Banxico) es la institución responsable del diseño e instrumentación de la política monetaria en el país, a fin de alcanzar su objetivo prioritario de "mantener el poder adquisitivo de la moneda nacional", a través del tiempo ha ido evolucionando y transformando su manera de instrumentar y conducir la política monetaria.

En una primera etapa, antes de la crisis de balanza de pagos de 1994 la política monetaria en México se conducía mediante el uso del tipo de cambio definido en bandas como ancla nominal. Posteriormente, y en concordancia con la práctica convencional de ese entonces, se pasó a un esquema de uso de agregados monetarios para fijar las expectativas de inflación de acuerdo a las metas del gobierno. Para controlar el nivel general de precios, Banxico usó entre 1995 y 2007 un mecanismo llamado Sistema de Saldos Acumulados o "corto".[17] Mediante

[17]El Régimen de Saldos Diarios está diseñado para crear los incentivos para que las instituciones de crédito no mantengan saldos positivos ni incurran en sobregiros en sus cuentas, así como para que procuren compensar con otros bancos sus sobrantes y faltantes de recursos a tasas de interés de mercado. Esta conveniencia deriva de dos consideraciones: por un lado, de resultar negativo dicho saldo, el banco en cuestión deberá pagar una tasa por el importe respectivo. En el caso inverso, de resultar positivo el saldo, el banco perderá el rendimiento que pudo haber obtenido de haber invertido los recursos respectivos (Banco de México, 2008).

el uso de este mecanismo el banco central llegó gradualmente a usar una tasa de interés de referencia (la tasa de fondeo interbancario a un día) (Panico & Moreno, 2016).

El esquema fue modificándose gradualmente hacia el Esquema de Metas de Inflación actual. El anuncio oficial de la adopción de este se hizo en el Programa Monetario para 2001. Sin embargo, el banco central había empezado a establecer metas anuales para la inflación y había afianzado instrumentos de transparencia y de rendición de cuentas a partir de 1996 (Panico & Moreno, 2016).

Actualmente, Banxico instrumenta la política monetaria a través de una tasa objetivo para las operaciones de fondeo bancario a plazo de un día. De esta manera, se eliminó el objetivo operacional sobre el saldo diario o "corto". A partir del año 2008, esta tasa de interés de corto plazo constituye el objetivo operacional sobre el cual el banco central influye para lograr sus objetivos finales de política (Banco de México, 2010).

Las operaciones de mercado abierto, las facilidades de liquidez, el encaje legal y los controles directos forman parte del conjunto de instrumentos que utiliza el Banco de México con la finalidad de regular a los distintos participantes del mercado interbancario (Banco de México, 2010).

A continuación, se resume en la Tabla 2 los instrumentos utilizados por el Banco de México para la intervención en el mercado de dinero mexicano.

Tabla 2. Instrumentos de Regulación Monetaria utilizados por el Banco de México

Corto plazo	*Largo plazo*
Operaciones de mercado abierto	*Compra-venta de títulos de deuda*
Facilidades de crédito y de depósitos	*Depósitos de Regulación Monetaria*
Ventanilla de liquidez de corto plazo	*Ventanilla de liquidez de largo plazo*

Fuente: Elaboración propia a partir de información oficial del Banco de México, 2010.

Las OMA son el principal instrumento que Banxico utiliza para administrar la liquidez de corto plazo, ya sea proveyendo fondos o retirando recursos del mercado de dinero. El banco central debe hacer un análisis de la situación de la liquidez en el sistema, es decir, tiene que determinar si existe un faltante o un excedente de liquidez, antes de decidir qué tipo de OMA debe utilizar. Las operaciones para inyectar recursos se hacen a través de subastas de crédito o compra de valores y las operaciones para retirar liquidez mediante subastas de depósitos o venta de valores, ambas operaciones pueden ser en directo o en reporto (Banco de México , 2007).

Estos instrumentos funcionan siempre a iniciativa del banco central, pero con la participación voluntaria de sus contrapartes. Son muy flexibles ya que se pueden realizar por montos grandes o pequeños, en diferentes periodos de tiempo y son fácilmente reversibles (Banco de México, 2010).

Cuando el banco central requiere inyectar liquidez en el mercado de dinero lo hace, principalmente a través de subasta de créditos con un plazo que puede variar desde 1 hasta 28 días. La liquidez es depositada en las cuentas corrientes que las instituciones financieras tienen en el banco central. Estas cuentas, que se usan para las liquidaciones en los sistemas de pagos, deben cerrar el día en cero. El banco central anuncia un objetivo operacional en término de la tasa de interés interbancaria a un día, tasa mínima de las subastas de crédito (Banco de México, 2008).

Todos los días a las 10:00 a.m. Banxico da a conocer en el Boletín de Intervención, publicado en su página de internet, su estimación sobre la cantidad de base monetaria que se tiene que emitir para que las cuentas corrientes de las instituciones financieras en el banco central cierren el día en cero. Inmediatamente después, empiezan las subastas interactivas de créditos a varios plazos. Las subastas tienen una duración de dos minutos e inyectan el monto estimado. A las 5:15 p.m., cuando cierra el sistema de pagos y se conocen los saldos de las cuentas corrientes que las instituciones financieras tienen en el Banco de México, éste puede averiguar si fue correcta su estimación sobre la cantidad de liquidez

que se tenía que emitir en el día. Si fue correcta, el banco subasta la liquidez faltante a las 5:30 p.m. Si, al contrario, hubo un error en el pronóstico, el banco subasta a la misma hora los fondos faltantes ajustados por dicho error. En las subastas se deciden las tasas de interés de los créditos otorgados, según las posturas de las instituciones financieras que los han pedido, los bancos licitan indicando la mayor tasa que están dispuestos a pagar por un monto determinado (Banco de México, 2008).

Si la opción deseada por el banco central es el retiro de liquidez del sistema, ahora se recurre a una subasta de depósito, en donde los bancos establecen la mínima tasa que están dispuestos a recibir por los fondos que serán llevados al banco central. Asimismo, se puede realizar la venta de valores, con ello el banco central recibe dinero y así retira la liquidez necesaria.

Además de recibir el crédito de las operaciones de mercado abierto, las entidades del sistema financiero pueden contar a lo largo del día con las ventanillas de liquidez de corto plazo. Es decir, las instituciones financieras pueden contar con créditos “entredía”, a uno o a más días, provistos por el Banco de México. Los créditos entredía consisten en saldos negativos en las cuentas corrientes en el banco central a lo largo del día. Estas operaciones son a iniciativa de dichas instituciones financieras (contrapartes) y prevén una tasa de interés fijada por Banxico.

Otro instrumento de política monetaria empleado por el Banco de México son las facilidades de liquidez, que incluyen las facilidades de créditos y de depósitos. Ambas, se utilizan a iniciativa de los bancos comerciales y sirven para inyectar o retiran liquidez cuando los otros instrumentos no han sido explotados completamente. Normalmente se utilizan al cierre del día de operaciones del mercado interbancario.

La facilidad de crédito tiene una penalización asociada a su uso, la tasa de interés de estos préstamos es dos veces la tasa de interés interbancaria a un día, con el fin de desalentar la reincidencia de las entidades bancarias en este servicio. La facilidad de depósito permite a los bancos prestar su liquidez excedente al banco

central; estos depósitos no se remuneran, de manera que la tasa de interés es cero (Banco de México, 2010).

Los instrumentos de largo plazo se utilizan para proveer o retirar grandes cantidades de liquidez del mercado de dinero. En México los instrumentos más utilizados son los depósitos de regulación monetaria (DRM) y la compra-venta de títulos de deuda.

Los DRM son depósitos obligatorios de largo plazo que las instituciones del sistema tienen que constituir en el banco central. Los depósitos pagan una tasa de interés y son generalmente a vencimiento indefinido, es decir, las entidades financieras no los pueden retirar porque no tienen fecha de vencimiento. Se emiten mediante subastas y se pueden constituir como depósitos en pesos o como depósitos en valores del gobierno, principalmente con bonos de desarrollo (BONDES) que el Banco de México emite por cuenta del gobierno (Panico & Moreno, 2016).

Los depósitos en BONDES se usaron de abril de 1997 a junio de 2003; aquellos en pesos se usaron de esta fecha hasta agosto 2006. Estos depósitos no se destinan a financiar el gasto del gobierno federal, sino que quedan depositados en el banco central. El sector público paga los intereses correspondientes, así que por este pago y por la misma emisión de títulos por parte de Banxico la deuda pública crece para satisfacer las necesidades de la política monetaria.

Para permitir a las instituciones financieras movilizar la liquidez que entregaban al banco central para la regulación monetaria, el Banco de México decidió crear en agosto de 2000 los Bonos de Regulación Monetaria (BREMs), que pueden ser negociados en el mercado secundario. Estos bonos se emitieron hasta el año 2006, cuando fueron sustituidos por nuevas emisiones de Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal. La compraventa de estos valores, que sin embargo no son los únicos que el banco central puede utilizar a fines de regulación monetaria, se hace por medio de subastas, con el propósito de regular la liquidez en plazos de 3, 5 y 7 años (Panico & Moreno, 2016).

A modo de resumen, el Banco de México para la regulación de las instituciones

financieras del sistema utiliza instrumentos de corto y de largo plazo. Los primeros son: las operaciones de mercado abierto, las facilidades de crédito y depósito, y las ventanillas de liquidez de corto plazo. De esta forma, los instrumentos de largo plazo son: la compraventa de títulos de deuda, los depósitos de regulación monetaria y las ventanillas de liquidez de largo plazo.

2.4 Caso de estudio: República de Colombia

La adopción por parte de la Junta Directiva del Banco de la República de la estrategia de Inflación Objetivo para guiar su política monetaria y cambiaria fue un proceso gradual. Hasta 1991, los instrumentos de política monetaria que se utilizaron estaban basados en mecanismos directos, como los depósitos previos a las importaciones, los cupos de crédito, los encajes diferenciales sobre operaciones crediticias específicas, etc. Luego de la Constitución de 1991 tales medidas dejaron de ser determinantes en la definición de la política monetaria (Hernández & Tolosa, 2001).

Entre 1992 y 1996 la política monetaria tuvo como meta final determinado nivel de inflación y como meta intermedia el agregado monetario M1 (efectivo + cuentas corrientes) junto con una banda cambiaria deslizante. Después de 1999, el Banco de la República | Colombia (BR) decidió abandonar la banda cambiaria y comenzó la transición hacia un esquema de metas de inflación tradicional, en el que la tasa de interés de corto plazo se consolidó como meta operativa y el cumplimiento de una meta de inflación al finalizar el año se convirtió en el objetivo principal del banco central. En la práctica, el Banco de la República busca anclar las expectativas de los agentes anunciando el valor sobre el cual la inflación se debe encontrar al finalizar cada año (Lopéz, Vargas, & Rodríguez, 2016).

El BR instrumenta su política monetaria, encaminada al logro de una meta de inflación establecida, utilizando las operaciones de mercado abierto (subastas de expansión o contracción). Las OMA constituyen el principal instrumento de política monetaria para surtir o retirar liquidez del mercado interbancario colombiano. Además, el banco central mantiene las facilidades de crédito y depósitos, denominadas ventanilla de expansión y contracción (Ver Tabla 3) (Banco de la

República | Colombia , 2018).

Tabla 3. Operaciones de mercado abierto utilizadas por el Banco de la República

OMA expansión	OMA contracción
Corto plazo	
Operaciones Repo (Créditos a 1 día)	Subastas de DRNCE
Largo plazo	
Compra de títulos por parte del BR	Venta de títulos del BR y del Tesoro Publico

Fuente: Elaboración propia a partir de información oficial del Banco de la Republica, 2018.

Actualmente, en condiciones normales del mercado, el BR suministra liquidez al sistema financiero de forma transitoria, regularmente a plazos de 1 día, mediante la subasta y la ventanilla de expansión, mientras que recoge los excesos de liquidez a través de la ventanilla de contracción. La subasta es de precio único; cada uno de los Agentes Colocadores de OMAS[18] ofrece el interés que está dispuesto a pagar, el cual no puede ser inferior a la tasa de referencia o tasa de política monetaria (tasa mínima de expansión) (Cardozo & *et al*., 2011).

Las ventanillas de contracción y de expansión son un mecanismo alternativo a las subastas usado por el BR para recoger o suministrar, respectivamente, liquidez a los mercados de dinero. A diferencia de las subastas, las ventanillas operan sin límite de monto, pero los recursos se reciben (prestan) a una tasa por debajo (o por encima) de la tasa de referencia (Cardozo & *et al*., 2011).

En mayo de 2007 la Junta Directiva del Banco de la República aprobó la utilización de un nuevo mecanismo como complemento para las operaciones de contracción monetaria: los Depósitos Remunerados no Constitutivos de Encaje (DRNCE). A diferencia de la ventanilla, estos depósitos no se habilitan diariamente. En general,

[18]Incluye establecimientos de crédito, sociedades fiduciarias, sociedades comisionistas de bolsa, fondos de pensiones y cesantías y fondos de pensiones.

estos se utilizan cuando las proyecciones del BR indican que habrá excesos de liquidez y por tanto los recursos traídos a contracción van a ser mayores que los otorgados en las operaciones de expansión (Banco de la República | Colombia, 2018).

Inicialmente los DRNCE se emitían a plazos de 7, 14, 30, 60 y 90 días. El mecanismo consistió en realizar subastas a 90 días por el monto total a contraer, y los recursos que no se adjudicaran en dichas subastas se ofrecían a los plazos restantes (60, 30, 14 y 7 días) hasta agotar el cupo. Debido a la escasez de demanda de estos depósitos a plazos mayores actualmente se realizan DRNCE a 14 y 7 días (Banco de la República | Colombia, 2018).

Según lo establece la reglamentación colombiana, las operaciones entre entidades financieras constituyen el MIB de dinero y se clasifican, de acuerdo con la exigencia de constitución de garantías, en mercado colateralizado y mercado no colateralizado (Cardozo & *et al*., 2011).

Mercado colateralizado: Las operaciones son respaldadas por uno o más títulos, denominados colaterales. Donde se incluyen,

- Repo cerrado[19]: se establecen restricciones a la movilidad de los títulos establecidos como colaterales.
- Operaciones simultáneas: no se pueden establecer restricciones a la movilidad de títulos.

Las operaciones en el mercado colateralizado pueden ser negociadas a través del teléfono o a través del Sistema Electrónico de Negociación y del Mercado Electrónico Colombiano. Los repos cerrados y las simultáneas son originados por necesidades diferentes. Usualmente, una operación repo es celebrada cuando una entidad está buscando recursos y acuerda una recompra del título que

[19] De acuerdo con el Capítulo XIX de la Circular Básica Contable, un repo cerrado es aquel en el cual se acuerda inmovilizar los valores objeto de la operación, razón por la cual el compromiso de transferencia de la propiedad, se deberá realizar sobre los mismos valores inmovilizados, salvo que se haya establecido expresamente la sustitución de tales valores. De acuerdo con esta regulación, las operaciones de reporto o repo se presumirán cerradas salvo pacto expreso en contrario. Aunque la reglamentación contempla repos abiertos y cerrados, en Colombia sólo se llevan a cabo, repos cerrados.

entrega como garantía. En el caso de las simultáneas, algunas veces las operaciones son motivadas por la necesidad de algún título en particular, y la entidad que lo busca está dispuesta a "prestar" dinero a una tasa baja con tal de adquirirlo (Cardozo &*et al*., 2016).

Por otro lado, las operaciones del mercado no colateralizado, es decir las de fondos interbancarios, son realizadas por teléfono y en su gran mayoría tienen plazo de un día. La tasa promedio ponderada por monto de las transacciones *overnight* es denominada TIB[20]. En este mercado la mayoría de los participantes son establecimientos bancarios (más del 70%) y los demás participantes corresponden a corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial y entidades financieras especiales. Debido a que en este mercado no hay entrega de garantías, las entidades mitigan el riesgo de contraparte estableciendo cupos de crédito (Banco de la República | Colombia, 2017).

Durante los dos últimos años como promedio, las tasas del mercado monetario no colateralizado (Indicador Bancario de Referencia overnight[21] y TIB) se mantuvieron estables en línea con la tasa de política. Por su parte, la tasa promedio de las operaciones pactadas en el mercado de simultáneas se ubicó por debajo de la tasa de interés de referencia durante la mayoría de los días del año (ver Fig. 5). La diferencia entre la tasa promedio de simultáneas y la tasa de referencia normalmente se explica por la necesidad de los agentes de cubrir sus operaciones en el corto plazo. El volumen de transacciones en el mercado no colateralizado es inferior al del mercado colateralizado de simultáneas (Banco de la República | Colombia, 2018).

[20] Tasa de interés que refleja las condiciones de liquidez del mercado monetario colombiano, es calculada por el BR como el promedio ponderado por montos de los préstamos bancarios efectuados (Banco de la República | Colombia, 2018).
[21] Indicador Bancario de referencia desarrollado por el sector privado con respaldo del BR y otras entidades, con el objetivo de reflejar la liquidez del mercado monetario. Constituyen una tasa de interés de referencia de corto plazo denominada en pesos colombianos (Banco de la Republica | Colombia, 2018).

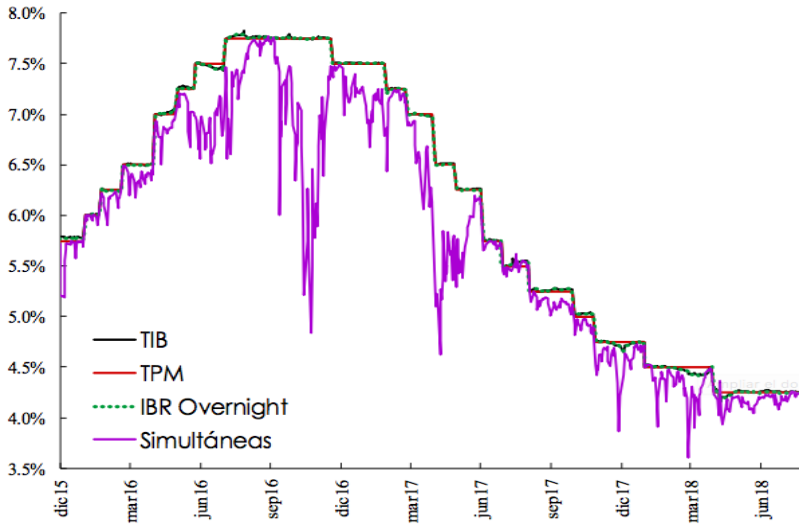


Figura 5. Tasas de referencia del Mercado Interbancario en Colombia. TPM: Tasa de Política monetaria. Fuente: Reporte de Mercados Financieros, Banco de la República | Colombia, 2018.

Como tendencia, la intervención del BR en el mercado interbancario colombiano muestra que las subastas de contracción corresponden a montos relativamente pequeños. Sin embargo, los montos de las operaciones de expansión son significativamente mayores que los que se negocian en el MIB (colateralizado y no colateralizado). El hecho de que el BR realice operaciones de expansión y de contracción en un mismo día, prestando pesos a una tasa superior a la del MIB y captando pesos a una tasa inferior, podría estar indicando que este mercado presenta ineficiencias. Por esta razón, en el último año, la posición del BR con el sistema financiero fue de acreedor neto (Banco de la República | Colombia, 2018).

De manera general, el BR utiliza intervenciones diarias para regular la trayectoria de la tasa de interés de política monetaria mediante el establecimiento de la subasta de expansión y contracción a plazos overnight, que incluyen los créditos a 1 día y los DRNCE. Como resultado, las tasas de interés de las operaciones del mercado interbancario (colateralizado y no colateralizado) se mantienen por debajo o sobre la tasa de política monetaria, la cual nunca estará por debajo de la tasa de la ventanilla de contracción (Cardozo & *et al*., 2011).

El régimen de meta de inflación en Colombia ha contribuido a profundizar y

desarrollar los mercados monetarios, en particular el mercado de dinero, ello ha permitido mejorar los mecanismos de trasmisión de política monetaria para incidir en la tasa de interés de referencia del BR y en el resto de las tasas de interés de la economía.

Capítulo 3: Actualización de los instrumentos de regulación del Mercado Interbancario en Cuba

Luego de haber analizado las generalidades de la teoría y la práctica a nivel internacional de los mercados interbancarios además de los instrumentos y mecanismo para su correcto funcionamiento, y algunas experiencias sobre su funcionamiento en la práctica, inicialmente se abordará en este capítulo 3 las características del sistema financiero cubano donde se desarrolla el MIB. Luego, en el segundo epígrafe se analizará la evolución del MIB desde su creación en el año 2011 hasta la actualidad. Con el objetivo final de perfeccionar los instrumentos actuales y los mecanismos de licitación, en el epígrafe 3 se presenta una breve propuesta para los mecanismos de intervención del Banco Central de Cuba en el MIB para el futuro cercano.

3.1 Características del Sistema Financiero Cubano

Luego del proceso de nacionalización de la banca en 1961 el entorno monetario-financiero cubano estuvo regulado únicamente por el Banco Nacional de Cuba, el cual concentraba las funciones de banca central, comercial y de inversiones, así como las operaciones financieras internacionales.

En el año 1983 se creó el Banco Popular de Ahorro, con el objetivo de prestar servicios fundamentalmente a personas naturales, y para 1984 el Banco Financiero Internacional dirigido a regular las operaciones financieras con el exterior. Estas acciones, aunque introducían cierto grado de especialización, no representaron un desarrollo significativo del sistema financiero, ya que las funciones principales de la banca se mantenían a cargo de una única entidad (León J. , 2015).

De esta manera, no fue hasta mediado de la década de los 90 que el sistema financiero se rediseñó a partir de la conformación del Banco Central de Cuba (BCC) y la creación de otros bancos e instituciones financieras, todo ello amparado por los Decretos Leyes No. 172 y 173 de 1997.

Así, emergió un sistema bancario y financiero de dos niveles o pisos, cuyo órgano

rector es el BCC, compuesto actualmente por nueve bancos comerciales, 15 entidades financieras no bancarias, dos empresas de seguro[22] y trece oficinas de representación de instituciones financieras extranjeras[23] (ver Anexo 1).

Con ello, el BCC quedó encargado de garantizar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, supervisar y regular las instituciones financieras, velar por el funcionamiento del sistema de cobros y pagos, actuar como agente financiero del Estado y contribuir al equilibrio económico y al desarrollo ordenado de la economía (Lage & González, 2016).

Los bancos comerciales[24] que integran el sistema financiero cubano son: Banco Popular de Ahorro (BPA), Banco Metropolitano S.A (BANMET), Banco de Crédito y Comercio (BANDEC), Banco Internacional de Comercio S.A (BICSA), Banco Financiero Internacional (BFI), Banco Exterior de Cuba (BEC), Banco Industrial de Venezuela y Cuba (BIVC), Banco Nacional de Cuba (BNC) y el Banco de Inversiones (BDI). Entre las instituciones financieras no bancarias cubanas destacan CADECA S.A., FINCIMEX S.A. y ARCAZ S.A., las que coexisten a la vez con oficinas de representación extranjeras.

El sistema financiero cubano tiene características y particularidades importantes que influyen en su funcionamiento y dinámica, incluido el MIB. Por ello, se hace necesario estudiar algunas de estas características, pues ellas son las que configuran o determinan la forma de actuar y funcionar del sistema financiero y del banco central con respecto a su intervención y manejo del MIB.

Insuficientes relaciones de mercado

El modelo económico cubano, aunque se rige por la planificación centralizada, no excluye la necesidad de existencia de relaciones monetario-mercantiles como mecanismo para generar incentivos adecuados al funcionamiento de las

[22] Aunque en la práctica las empresas de seguros no están subordinadas en su accionar al Banco Central de Cuba, realizan actividades de intermediación financiera, por lo que deben ser consideradas como parte del sistema (Lage & González, 2016).
[23] Las oficinas de representación son oficinas que operan en el territorio nacional como representantes de instituciones financieras extranjeras, por orden y cuenta de su casa matriz; no están autorizadas a efectuar operaciones activas o pasivas bancarias o financieras no bancarias (García, 2005).
[24] Para profundizar en la actividad de cada banco comercial, véase Anexo 2.

instituciones del sistema financiero y lograr la asignación eficiente de los recursos en la economía. A pesar de ello, en la práctica, aunque existen relaciones de mercado, estas mantienen un papel formal a lo interno del sistema financiero.

Una de las particularidades que influye en este hecho, son **los controles extendidos sobre los precios**. En el sistema financiero, las tasas de interés son establecidas directamente por el Banco Central de Cuba con un reducido margen para su definición por los bancos comerciales.

Por su parte, como se vio en el capítulo 1, el uso de instrumentos directos (como el control de las tasas de interés) puede provocar excesos de liquidez, represión y desintermediación financiera. Al cierre de 2014, un monto equivalente al 26% de los pasivos a la vista en pesos cubanos del sistema no podía dirigirse a fines productivos, manteniéndose como **excesos de liquidez**.

Sin embargo, en la economía cubana ello responde en lo fundamental a una combinación de una débil demanda de créditos, la acumulación de monetizaciones anteriores, la sobrevaluación del tipo de cambio y la promoción del ahorro a plazos en la población. Por tanto, los excesos de liquidez están causados esencialmente por problemas reales e institucionales, más allá del control sobre las tasas de interés (Lage & González, 2016).

Los fenómenos de **desintermediación financiera** podrían responder igualmente a cuestiones no asociadas al nivel de las tasas de interés activas del sistema financiero. Entre ellas podrían describirse la existencia de fuentes externas de financiamiento estimuladas por la reforma migratoria y la flexibilización del trabajo por cuenta propia, el funcionamiento de la economía sumergida o informal, la poca capacidad de los trabajadores estatales de ser considerados como sujetos de crédito a partir de sus salarios[25], y las condiciones de las garantías exigidas para estos financiamientos (Lage, 2016).

[25] Aunque los salarios no representan la totalidad del ingreso real de muchos trabajadores estatales, constituyen el criterio a partir del cual el sistema bancario estima la capacidad del prestatario para amortizar su deuda.

Finalmente, los problemas de **represión financiera** son menos visibles, dado que las tasas de interés aun no juegan un rol relevante dentro de las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos. Así, por ejemplo, en 2010 y 2011 el BCC redujo las tasas de interés con el objetivo de estimular la demanda de créditos, sin que se registraran variaciones importantes en los niveles de ahorro de la población. Ello puede estar reflejando una baja elasticidad del ahorro a movimientos en las tasas de interés, dadas las pocas alternativas de colocación de los fondos de los ahorradores y por la baja cultura financiera de la población (Lage & González, 2016).

Existencia de poder de mercado

La existencia de poder de mercado se refiere a la capacidad de los agentes de incrementar unilateralmente sus precios por encima de los del mercado durante un periodo de tiempo significativo. Sin embargo, dado que en Cuba las tasas de interés son fijadas por el BCC, el poder de mercado expresa la forma en que unas instituciones toman ventajas sobre otras como resultado de la **segmentación de la actividad bancaria**.

A pesar de que todos los bancos comerciales en la economía cubana poseen licencia universal para el ejercicio de su actividad, en la práctica sus operaciones han estado limitadas en función del tipo de moneda, agentes económicos y región.

En ese sentido, existen bancos comerciales, BFI, BICSA, BNC y BEC que se han especializado en actividades de comercio exterior. Los dos primeros asumieron el grueso de las operaciones financieras internacionales que involucran fundamentalmente el uso de divisas y pesos convertibles, en estrecha relación con los mecanismos de control de cambio (Lage, 2016).

Otros tres bancos: BANDEC, BPA y BANMET asumieron el peso de las operaciones en el territorio nacional. Entre ellos, también hay segmentación por tipo de agente y región, BANDEC se ha especializado en realizar operaciones con el sector empresarial y con el sector agropecuario, BPA con las personas naturales, mientras que BANMET tiene una orientación más amplia y opera tanto con las personas jurídicas como con las naturales, pero solo en la capital del país.

Aunque en los últimos años se han desarrollado políticas para mejorar esta situación, los esfuerzos no han sido suficiente. En esencia, esta situación se mantiene dentro del sistema financiero.

Esta marcada segmentación genera espacios para conductas monopólicas u oligopólicas, ya sea en el mercado de créditos como en el interbancario. En estas condiciones, sus niveles de rentabilidad y liquidez dependen en muchos casos de los ingresos y costos asociados a los clientes que asumen, más allá de su propia gestión bancaria [26] (Lage, 2016) (Tabla 4).

Tabla 4. Situación de rentabilidad y liquidez de BANDEC, BANMET y BPA

	BANDEC	METRO	BPA
Cartera de financiamientos	Créditos empresas	Créditos empresas Créditos población	Créditos población
Volumen	*Alto*	*Medio*	*Bajo*
Ingresos	*Altos*	*Medios*	*Bajos*
Pasivos con el público no bancario	Depósitos empresas	Depósitos empresas Depósitos población	Depósitos población
Volumen	*Alto*	*Medio*	*Alto*
Costos	*Bajos*	*Medios*	*Altos*
Liquidez	Baja	Media	Alta
Rentabilidad	Alta	Media	Baja

Fuente: Lage, C. (2016). *Esquema General de Política Monetaria en el nuevo escenario de la economía cubana.* Universidad de La Habana, Facultad de Economía.

BANDEC cuenta con activos rentables, ya que posee una mayor demanda de créditos provenientes del sector empresarial y agropecuario, ha concentrado el 80% de los financiamientos a estos sectores en pesos cubanos, como promedio

[26] Aspectos institucionales como la dotación de especialistas, la disponibilidad de instalaciones, la consolidación de relaciones con los clientes, la experiencia acumulada, entre otros, amplifican las ventajas de unas instituciones sobre otras.

en los últimos cinco años. Al mismo tiempo la mayor parte de sus pasivos son cuentas corrientes cuya tasa de interés es cero, por lo que no implican costo alguno para su balance. Por ello, BANDEC tiende a tener altos niveles de rentabilidad y escasez de liquidez.

Sin embargo, BPA presenta una situación inversa, pues al ser el principal captador de recursos de la población, concentra el 65% de los depósitos de este segmento en los últimos cinco años, la mayoría colocados a plazos, y con tasas de interés relativamente altas. Esta situación continúa siendo así, a pesar de los esfuerzos de los últimos años para revertirlo o al menos minimizarlo. Ello, sumado a una escasa demanda de créditos provenientes del segmento de la población, condiciona que BPA concentre gran cantidad de pasivos costosos y pocos activos rentabilizando, por lo que tiende a operar con baja rentabilidad y altos niveles de liquidez.

BANMET realiza operaciones con ambos agentes, concediéndole créditos a las empresas y captando recursos de la población, pero como este banco opera solamente en la capital sus pasivos son elevados, es por ello que se encuentra en una situación intermedia de rentabilidad y liquidez. Aunque, en los últimos años se ha observado que sus niveles de liquidez son cada vez mayores, debido principalmente a la poca demanda de créditos de le economía cubana, incluido el sector estatal.

Adicionalmente, la segmentación de la actividad bancaria implica que cada cliente tiene un solo banco al que acudir, o a lo sumo dos, lo cual profundiza la inexistencia de condiciones de mercado y limita la debida competencia entre las entidades del sector. En estas condiciones, la mejora y desarrollo de los servicios bancarios no está estimulada por incentivos de mercado (en base a resultados económicos), sino por cuestiones asociadas a las asignaciones de funciones de forma administrativa o por parte del plan.

Poco desarrollo del Sistema Financiero

Si bien el sistema financiero ha logrado progresos notables en la modernización, informatización y desarrollo de nuevos servicios, su desarrollo aún es incipiente

destacándose: (i) la débil bancarización de la economía, (ii) los pocos instrumentos de ahorro, (iii) la utilización de una gama muy estrecha de instrumentos de pago, (iv) el bajo desarrollo del crédito y (v) la inexistencia de un mercado de deuda pública (Lage, 2016).

Realizando un análisis del balance sintético del BCC[27] por el lado de los usos (efectivo y reservas) indica que actualmente la economía cubana presenta un **bajo nivel de bancarización**, pues el efectivo tiene un peso considerable dentro de la base monetaria, con relación a las reservas bancarias.

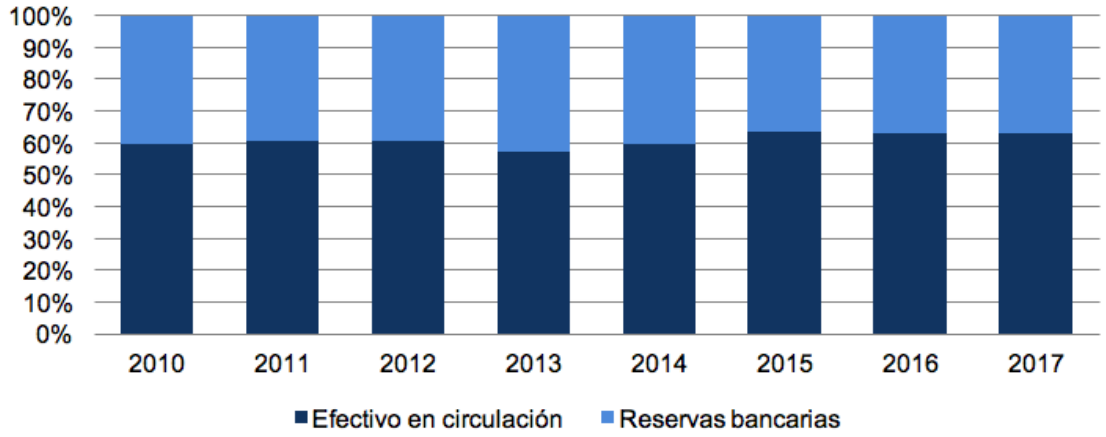


Figura 6. Componentes de la Base Monetaria (usos). Fuente: Acosta, C. (2019). Tesis en desarrollo en opción al grado de Máster. Banco Central de Cuba.

La fig. 6 permite constatar como desde 2014 se observa una tendencia de desbancarización de la economía. Los depósitos bancarios representaban el 63,3% de la oferta monetaria en noviembre de 2010 (agregado M3), mientras que en noviembre de 2018 esta relación fue de 60,0%. Una insuficiente bancarización afecta la capacidad del sistema financiero de influir en el desarrollo económico, a la vez que debilita los canales de actuación de la política monetaria (Acosta, 2019).

La débil bancarización de la economía se refleja fundamentalmente en el elevado peso relativo que tiene el efectivo dentro de los activos monetarios de la población. En el sector estatal, la casi totalidad de los activos monetarios se encuentran

[27] Ver Anexo 3.

depositados en los bancos, aunque ello no responde a una elección de las empresas, sino a regulaciones sobre el sistema de pagos.

Derivado de ello existe una **estrecha gama de instrumento de pagos** que utilizan los agentes para las transacciones bancarias. En el sector estatal predomina el uso del cheque y la transferencia, además de las cartas de crédito para la actividad de comercio exterior.

Para el sector población el uso de estos instrumentos es muy reducido debido, entre otros elementos, a la influencia de cuestiones culturales. La población está poco acostumbrada a funcionar con dinero que no sea en efectivo o a dejar constancia de sus operaciones monetarias a través de transacciones bancarias.

Actualmente, como resultado del desarrollo reciente de medios digitales de pago, se muestra durante el 2019 una ligera recuperación de la relación Depósitos/M3[28]. Aunque insuficiente, el desarrollo de estos nuevos medios de pago, marca el sentido de los esfuerzos necesarios para una mayor bancarización y peso de la intermediación financiera en la economía.

Otra particularidad del sistema financiero cubano es el **bajo desarrollo del crédito** determinado por la débil demanda de créditos de ambos sectores, personas naturales y empresas.

Aunque legalmente existe la posibilidad de conceder créditos en efectivo a la población, el papel de este instrumento no ha tenido, pese a la aplicación de la nueva política bancaria[29], el dinamismo esperado.

Del total de financiamientos abiertos desde el inicio de la política hacia el sector no estatal, al cierre de 2014 el 62% se había dirigido a las personas naturales (fundamentalmente asociados a la construcción de viviendas) y el 37% a los agricultores privados. El sector por cuenta propia, aun cuando ha tenido un

[28] Indicador importante para medir la bancarización de la economía.
[29] Estrategia orientada a ampliar sus servicios a nuevos actores de la economía: (i) oferta de créditos para capital de trabajo, inversiones, construcción de viviendas y consumo al sector de la población, (ii) autorización para abrir cuentas corrientes a las formas de gestión no estatal, y (iii) la ampliación de los medios de pago autorizados (Lage, 2016).

dinamismo perceptible, apenas ha utilizado el crédito bancario como forma de financiamiento. Los niveles de crédito para el sector población, durante los últimos 15 años son poco representativos en la cartera de servicios bancarios de los bancos comerciales (Lage, 2016).

Por otra parte, para el sector estatal los servicios de créditos están regulados por mecanismos administrativos asociados a la planificación centralizada de la economía. Debido a la insuficiente autonomía del sector, las empresas carecen de libertad para incidir en las decisiones de inversión (física y financiera) y gastos de la empresa. Por tanto, estas no demandan créditos fuera de lo establecido en el plan.

En los últimos años, como parte del proceso de actualización del Modelo Económico Cubano, se han dado pasos importantes para el desarrollo de los mercados financieros en el país.

En 2014 comenzó a operar el mercado interbancario cubano, aunque significativa la puesta en marcha del mismo, su comienzo es tardío en comparación con la experiencia internacional. Mediante el funcionamiento del MIB se estableció la posibilidad de que los bancos gestionaran sus descalces temporales de liquidez a partir de las propias reservas del sistema sin necesidad de acudir al BCC con este objetivo, lo que representó un paso de avance en el control de la emisión primaria de dinero.

La creación del MIB es coherente con la teoría del desarrollo secuencial de los mercados financieros, la cual plantea que los mercados de dinero constituyen el punto de partida para el desarrollo del resto de los mercados, entre los que se encuentran el de deuda pública, el de divisas, el de acciones y el de derivados.

Con relación al **Mercado de Deuda Pública**, se han dado algunos pasos, pero estos han estado orientados más que a la creación del espacio donde se negocian títulos de deuda pública, a organizar y garantizar el financiamiento del déficit fiscal. Si bien la emisión de las primeras series de bonos soberanos a partir de 2014, constituyó un adelanto importante en la creación de las condiciones para un espacio de esta naturaleza, todavía no se puede afirmar que existe un mercado de

este tipo. En la práctica, la compra de estos títulos de deuda ha sido administrada y una vez que las instituciones los adquieran, no pueden negociarlos, pues no se cuenta con mercado secundario (Lage & González, 2016).

La ausencia de un Mercado de Deuda Pública ha frenado el desarrollo del MIB, sin bien el segundo constituye la base para el desarrollo de mercados financieros, su avance requiere del funcionamiento del primero, pues ambos se complementan. Además, la ausencia de este mercado limita las operaciones en el MIB y conduce a que el financiamiento fiscal no se genere de la forma más eficiente.

Relaciones Sistema Financiero-Economía

Una característica importante del sistema financiero cubano son las condiciones en que se relaciona el mismo con el resto de la economía. Como consecuencia de relaciones distorsionadas entre el sistema financiero bajo el predominio de la banca pública y la economía cubana es común encontrar situaciones de ablandamiento de las restricciones presupuestarias y operaciones cuasifiscales a través del sistema financiero.

- **El ablandamiento de las restricciones presupuestarias**

Este fenómeno se refiere, esencialmente, al relajamiento de los términos y condiciones exigidos por las instituciones bancarias. En el caso cubano, el ablandamiento de las restricciones presupuestaria ha estado presente en el funcionamiento del sistema bancario, porque además de que tanto empresas como bancos son públicos, el Presupuesto tiene un gran peso en la economía, por lo cual constituye el principal cliente del sistema.

Los bancos poseen una parte mayoritaria de su cartera con entidades estatales (más del 75%). En muchas ocasiones, ha predominado la idea paternalista de que como el Estado es el dueño de los bancos, estos tienen como encomienda asistir a las empresas de propiedad estatal bajo condiciones ventajosas (como créditos blandos y subsidios implícitos), existiendo la perspectiva de que “el dinero no se mueve de manos”. Ello distorsiona la actividad típica de los bancos, aun cuando su capital haya sido aportado por el Estado, debe estar dirigido a obtener

rendimientos derivados de gestionar los depósitos del público y conceder préstamos (Lage & González, 2016).

Además, la ausencia de mecanismos de quiebra y disolución para las empresas que presentan problemas para hacer frente a sus obligaciones, implica que los costos de su ineficiencia son "socializados" hacia otros sectores de la economía, incluido el sistema financiero.

Un ejemplo de lo anterior, es que BANDEC posee la mayor parte de los financiamientos al sector agropecuario y azucarero, los cuales presentan problemas de ineficiencia que se terminan reflejando en incumplimientos de sus obligaciones. A pesar de ello, se ha continuado concediendo estos financiamientos o renegociando los créditos anteriores, poniendo en peligro al banco y al sistema financiero en general.

Con respecto a la relación de las instituciones financieras con el Presupuesto del Estado, muchas veces ha estado viciada por el enfoque de que, al tratar con el gobierno, las instituciones no lo hacen con un cliente, sino con su dueño. Se presenta así una relación donde no siempre priman los criterios de rentabilidad y riesgo. El rol protagónico del Presupuesto en el proceso de asignación de recursos en la economía cubana, así como el peso preponderante que tienen las formas de propiedad estatal, implica que el Presupuesto tiene incentivos para aspirar a condiciones ventajosas frente al sistema financiero (Lage & González, 2016).

Reducir al mínimo las posibilidades de ablandamiento de su restricción presupuestaria, por parte de los clientes del sistema financiero, requiere fortalecer el marco institucional, lo que pasa por definir los roles de cada agente y hacerlos cumplir. Se trata de un proceso de largo plazo, pero debe ser tarea prioritaria para alcanzar un desarrollo más eficiente del sistema financiero.

- **Operaciones cuasifiscales**

En Cuba está presente un conjunto de operaciones de naturaleza fiscal que no quedan claras y debidamente expresadas en el balance gubernamental. Estas operaciones se encuentran detrás de actividades monetarias, crediticias, etc., por lo que se complejiza su identificación.

Dentro del sistema financiero es común encontrar este tipo de operaciones, lo que también está relacionado con no respetar el rol de las instituciones financieras, como agentes que brindan servicios de intermediación financiera. Algunas de estas operaciones están relacionadas con la concesión de créditos para inversiones en sectores priorizados o la reestructuración de deudas, aplicando tasas de interés bajas.

Un ejemplo de ello es que las tasas de interés de los bonos soberanos son bajas en comparación con las tasas pasivas del sistema financiero, con lo cual los bancos están financiando el déficit fiscal a tasas subsidiadas. Como resultado, los diferenciales negativos de la tasa de interés afectan los indicadores de rentabilidad del sistema bancario.

Otro ejemplo, es el otorgamiento de préstamos a empresas que, en función de los análisis de riesgo, no son entidades aptas para el crédito.

En la práctica, estas operaciones representan subsidios y mientras sus costos sean asumidos por el sector bancario constituyen una importante fuente de cuasifiscalidad. Aunque se han realizado avances al respecto, como parte del Reordenamiento Monetario y Fiscal, todavía queda un largo camino por recorrer.

En resumen, aun cuando es innegable el progreso del sistema financiero en los últimos 20 años, su contribución a la estabilidad monetaria, y las potencialidades que ofrecen las transformaciones en curso, se trata en la actualidad de un sistema insuficientemente desarrollado. Esencialmente por la existencia de pocos participantes y bajo desarrollo de los mercados financieros, carente de espacios e instrumentos que faciliten una mejor asignación de recursos en la economía, la actuación de la política monetaria se limita a unos pocos y rígidos canales de transmisión (Lage, 2016).

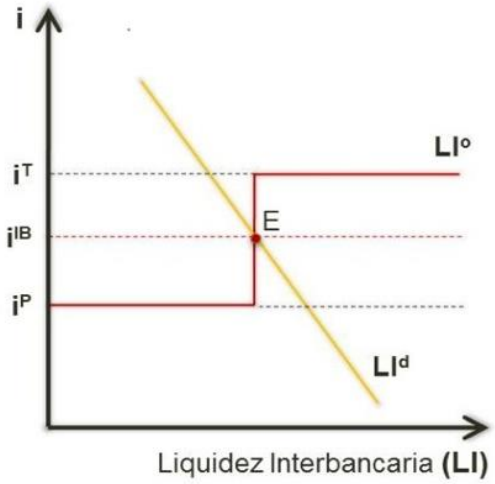
Un punto de partida clave para trasformar este escenario es la creación y desarrollo de mercados financieros. Los principales pasos dados hasta el momento están asociados a la puesta en marcha del mercado interbancario.

3.2 Experiencia del Mercado Interbancario en Cuba

Luego de presentar las características del sistema financiero como entorno económico donde se desarrolla el mercado interbancario, en este epígrafe se describe la evolución experimentada por el MIB desde sus inicios y los instrumentos empleados por el BCC encaminados a lograr la eficiencia de un espacio como este.

3.2.1 Evolución histórica del MIB

En el año 2011 se emite la Resolución 91 del BCC con el objetivo de estipular los principios generales que regirían el funcionamiento del MIB. En dicha resolución se instituyó que el MIB se estructuraba mediante un mecanismo de canal corredor, donde se establece un Servicio Permanente de Créditos (SPC), cuya tasa es el techo del corredor. Este servicio constituye una facilidad ofrecida por el BCC para el otorgamiento de créditos a tasas penalizadas de muy corto plazo a los bancos. Se realiza a través del sobregiro automático de sus cuentas corrientes en el BCC y debe ser cubierto en un plazo de 3 días hábiles. Por otro lado, se establece el Servicio Permanente de Depósitos (SPD), cuya tasa es el piso del corredor[30] (Lage & Acosta, 2018).



[30] Inicialmente la tasa de las inversiones de los bancos en Deuda Pública servía como piso del canal corredor.

Figura 6. Sistema canal/corredor[31]. Fuente: Lage, C. y Acosta, C. (2018). *Mercado Interbancario en Cuba. Primeros Pasos*. Banco Central de Cuba.

De esta manera quedaron regulados los principios que regirían el funcionamiento del MIB. Sin embargo, esto solo constituyó la reglamentación formal, ya que no se crearon los mecanismos e incentivos para su funcionamiento en la práctica. Es por ello que en esta etapa no se registraron operaciones en el mercado (Lage & Acosta, 2018).

Dentro del sistema financiero existía un mecanismo que le permitía a los bancos sus déficit o excesos de liquidez resultado de la forma de financiamiento del BCC al Presupuesto del Estado. Hasta el año 2012, el déficit fiscal se financiaba totalmente con emisión primaria, es decir con monetización, sin compromiso de amortización. El BCC concedía financiamiento al Ministerio de Finanzas y Precios (MFP) hasta el monto del déficit presupuestario anual aprobado por la Asamblea Nacional del Poder Popular, a través de la cuenta corriente que este mantiene en el BCC. En consecuencia, al acumulado de la monetización del déficit fiscal se le denominaba Deuda Pública. No obstante, el Estado no estaba obligado a reintegrar el principal de la deuda, únicamente debía pagar al BCC un tipo de interés anual del 1%.

Dado que el sistema bancario, en su conjunto mantenía excesos de liquidez, se abrió la oportunidad de rentabilizar esos fondos obteniendo deuda pública que se encontraba en manos del BCC. Luego, cuando un banco comercial necesitaba liquidez vendía esta misma deuda al BCC. A estas entidades deficitarias les resultaban más rentable renunciar al 1% de rendimiento de la deuda pública en su poder que pedir prestado a otro banco o utilizar el servicio permanente de crédito. De esta forma, los bancos comerciales podían comprar/vender deuda pública de manera expedita en función de sus necesidades de liquidez, sin límites de montos ni plazos. Estas necesidades movían la base monetaria a discreción de los bancos, sin que el banco central pudiera decidir al respecto, lo que representaba

[31] i^{T}: tasa de interés asociada al SPC, i^{IB}: tasa de interés interbancaria, i^{P}: tasa de interés asociada al SPD, Ll^{o}: oferta de liquidez, Ll^{d}: demanda de liquidez. E: punto de equilibrio.

una fuente de emisión monetaria no controlada por el BCC y una subutilización de la liquidez del sistema.

Adicionalmente, existían otros mecanismos en el sistema financiero que constituían fuentes implícitas de financiamiento para algunos bancos. Una de las tareas más importantes del ordenamiento monetario del BCC entre 2010 y 2012 consistió en la eliminación de estos mecanismos (Lage & Acosta, 2018).

Para impulsar el funcionamiento del mercado interbancario, se hacía necesaria la eliminación del mecanismo de compraventa de deuda pública. Mientras existiera este mecanismo el equilibrio no estaría determinado por los incentivos del canal corredor.

Una nueva etapa se inicia en diciembre de 2014, cuando se decide comenzar un "período de prueba" que estaría orientado a promover las primeras operaciones, valorar las mejores prácticas de funcionamiento del mercado y capacitar a las tesorerías de los bancos y del BCC.

Más allá del establecimiento de nuevas regulaciones, la puesta en funcionamiento del MIB estuvo impulsada por la eliminación del mecanismo de compra/venta de deuda pública. Con ello se perseguía: (i) generar los incentivos adecuados para el funcionamiento del mercado y (ii) lograr estabilidad en la emisión primaria y eliminar una fuente de emisión no controlada por el BCC. A partir de este momento, pasó a manos del BCC la gestión del nivel general de liquidez, mientras que quedó como responsabilidad de los bancos su gestión individual (Lage & Acosta, 2018).

Para la puesta en funcionamiento del mercado se creó una plataforma (marco legislativo, infraestructura y sistema estadístico sencillo) en el cual se establecieron horarios de funcionamiento, reglas de negociación y colocación de ofertas, procedimientos operativos para la formalización de los financiamientos, así como su registro contable y amortización (Cruz, 2016).

A pesar de los problemas estructurales del sistema financiero y de ser un mercado con pocas operaciones, el MIB mostró durante el "período de prueba" los resultados esperados para un espacio de esta naturaleza: (i) comportamiento

como mercado mayorista: se transan montos cada vez mayores a plazos cada vez menores (ver figura 7), (ii) visualización de problemas generales y particulares del sistema y (iii) entrenamiento paulatino de especialistas y directivos, tanto del BCC como de los bancos comerciales en la conducción de estas operaciones (Acosta, 2019).

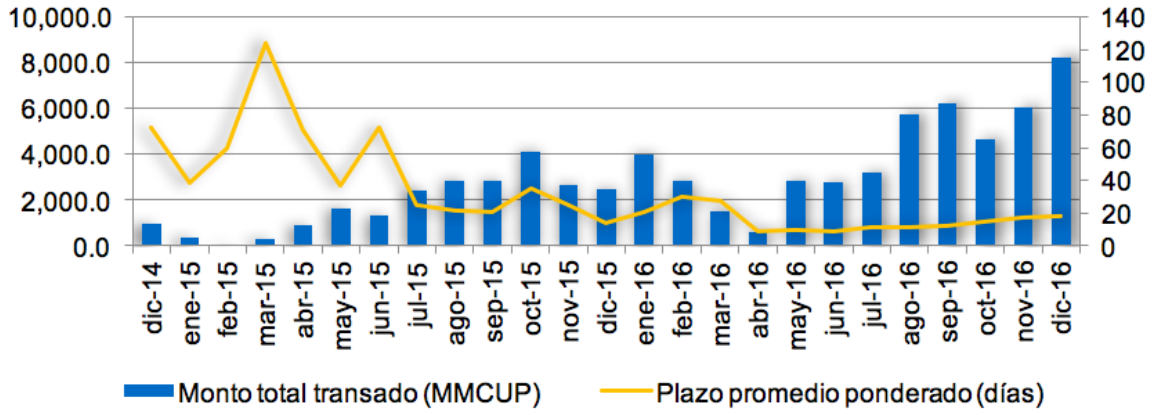


Figura 7. Indicadores del Mercado Interbancario. Fuente: Lage, C. y Acosta, C. (2018). *Mercado Interbancario en Cuba. Primeros pasos.* Banco Central de Cuba.

Sin embargo, durante los primeros tiempos de funcionamiento del MIB, la tasa de interés no mostraba un comportamiento coherente con las condiciones del mercado. Por un lado, las tasas promedio para un mismo plazo del mercado eran muy volátiles mientras que, por otro lado, y más importante, no siempre reflejaban la situación real de exceso o déficit de liquidez. Por ejemplo, cuando existían déficits de liquidez y la tasa debía pegarse al techo del corredor (3%) se observaba un comportamiento contra intuitivo, situándose sobre niveles intermedios. Ello sugería que la tasa de interés no representaba un indicador fiable de las condiciones de liquidez, debido, entre otros elementos, a una gestión ineficiente de los recursos por parte de los bancos participantes (Acosta, 2019).

Lo mencionado anteriormente obedecía a un grupo de elementos que aún limitaban el adecuado funcionamiento del MIB durante el "periodo de prueba":

» *Segmentación de la actividad bancaria*. Como se mencionó en el epígrafe anterior, el sistema bancario cubano es sencillo y pequeño, con pocos

participantes y una alta segmentación, lo que explica, en parte, que el funcionamiento y estructura de los mercados se vea afectado.

» *Financiamientos al Presupuesto*. Los financiamientos al Presupuesto del Estado implican la principal fuente de emisión primaria debido al crecimiento acelerado del déficit fiscal en la economía cubana. Constituye una demanda muy grande y aislada de fondos para el sistema financiero, que se traduce en un aumento constante de la liquidez interbancaria y una exigencia implícita al BCC de extraer dichos excesos para garantizar el correcto funcionamiento del mercado.

» *Dualidad monetaria.* La dualidad monetaria le otorga un mayor grado de complejidad a las relaciones monetarias, dificulta la señalización de la liquidez interbancaria sobre bases objetivas y limita (por el momento) la participación de otros bancos del sistema que no operan en pesos cubanos.

» *Intervención del BCC.* El BCC aún no contaba con instrumentos para intervenir en el mercado, ante problemas de iliquidez, como los que podrían darse cuando el Presupuesto demandaba un volumen importante de colocación de bonos soberanos. Dicho de otro modo, en esta etapa se lograron generar los incentivos de demanda, pero no existían instrumentos para actuar ante *shocks* de oferta.

Transcurridos dos años de operaciones del MIB, se puso fin al “periodo de prueba” que se extendió desde finales del 2014 hasta diciembre del 2016. La experiencia acumulada en estos años permitió dar paso a una etapa de mayor madurez en el desarrollo del mercado. Con el objetivo de corregir las distorsiones descritas con anterioridad y ajustar la regulación del MIB por parte del BCC a esta nueva etapa, a principios de 2017 se aprobaron nuevos cambios en su funcionamiento:

1. *Estandarización de los plazos para las negociaciones del MIB*. Inicialmente los plazos autorizados para realizar las transacciones estaban predeterminados en la Instrucción 5_14_ BCC sobre el MIB (1, 3, 7, 15, 30, 45, 60, 120, 180 y 360 días). Durante el “periodo de prueba” se decidió no limitar los plazos de los

préstamos interbancarios, con el objetivo de visualizar la tendencia natural de las operaciones en un mercado como el nuestro.

Aunque esta medida pareciera que provee de flexibilidad al mercado, puede tener implicaciones negativas para el desarrollo del mismo. Cada plazo representa un mercado diferente o una segmentación del mercado, complejizando la negociación, la señalización de las operaciones y de la tasa de interés.

En función de ello, resultaron establecidos ocho plazos: 1, 3, 5, 7, 10, 30, 45 y 60 días. Dichos plazos, aunque se ajustan en mayor medida al objetivo del MIB aún se consideran plazos largos.

Esta medida también está encaminada a ajustar los plazos del mercado a no más de 60 días, plazo considerado para los préstamos de última instancia del BCC[32]. Cuando los bancos necesiten financiamientos a plazos mayores (no resultantes de desfases inmediatos de liquidez) deben acudir a otros mecanismos a tasas atractivas en función del riesgo y la inmovilización de recursos que supone estos financiamientos a mayores plazos.

2. *Establecimiento de ofertas de forma anónima*. Durante el "periodo de prueba", gran parte de la negociación entre bancos se efectuó "fuera" del mercado, utilizando este espacio para la confirmación de los calces acordados bilateralmente.

   Con el fin de promover que la mayor parte de las negociaciones se realice "dentro" del mercado, se estableció la definición de las ofertas de forma anónima ("a ciegas"). Esto permite visualizar de una manera más transparente las tasas a las que están dispuestos a captar o invertir los agentes en el mercado.

   En la medida en que se incorporen otros bancos al mercado, fundamentalmente debido al proceso de unificación monetaria, el mecanismo de negociación "a ciegas" ganará en efectividad.

[32] Los financiamientos a través de la Ventanilla de Última Instancia son solicitados al Comité de Política Monetaria, solo en caso de problemas de iliquidez temporal, a 60 días.

3. *Autorización automática de débitos.* Con el objetivo de dar mayor operatividad y garantías a los financiamientos interbancarios, se estableció explícitamente la autorización por los bancos al BCC del débito automático para la realización de las operaciones en el MIB. Ello garantizaba el cobro del préstamo por el banco inversor. Cuando el banco que solicita el préstamo no tiene fondos en su cuenta corriente, este puede sobregirarse con el BCC y debe enfrentar la tasa del SPC, tasa de interés penalizada y mucho mayor que la del MIB.

4. *Eliminación del mecanismo de ajuste automático*. Previamente, cuando los bancos tenían ofertas similares que diferían en las tasas de interés a la hora de cierre del mercado, el operador del MIB las calzaba automáticamente utilizando la tasa promedio. Este mecanismo, dirigido a facilitar los calces de las operaciones en los momentos iniciales, en que los bancos no estaban acostumbrados a las negociaciones, careció de sentido en la medida que el mercado fue evolucionando.

5. *Creación del Subcomité de Liquidez Interbancaria (SLI)*. En marzo de 2017, mediante la Resolución 29, se creó en el BCC el Subcomité de Liquidez Interbancaria, el cual sesiona con una frecuencia semanal, con la participación de varias áreas.

   Tiene entre sus funciones principales analizar propuestas y recomendar acciones sobre (i) la situación de liquidez interbancaria a corto plazo, (ii) el funcionamiento y evolución del mercado interbancario, prestando atención a las señales para identificar posibles riesgos de liquidez y (iii) los instrumentos de regulación monetaria a utilizar para gestionar los excesos o déficits de liquidez.

   Para el cumplimento de estas funciones el Subcomité de Liquidez se basa principalmente en un Boletín elaborado por la Dirección General de Tesorería en el que se reflejan las condiciones del mercado: niveles de liquidez, calces realizados, vencimientos de operaciones, resultados de las subastas, etc.

A pesar de la validez de todas estas medidas, la principal transformación llevada a cabo en esta etapa estuvo relacionada con la posibilidad del BCC de ***intervenir en el mercado.***

En 2017 el BCC compró toda la Deuda Pública "vieja" en poder de los bancos[33], lo cual incrementó los excesos de liquidez existentes. Para esterilizar los excesos resultantes de esta operación se comenzaron a realizar semanalmente subastas de Depósitos de Regulación Monetaria (DRM) como instrumento de sintonía fina y se utilizaron las operaciones Repos para incidir en la liquidez a plazos mayores (1 año) (Figura 8).

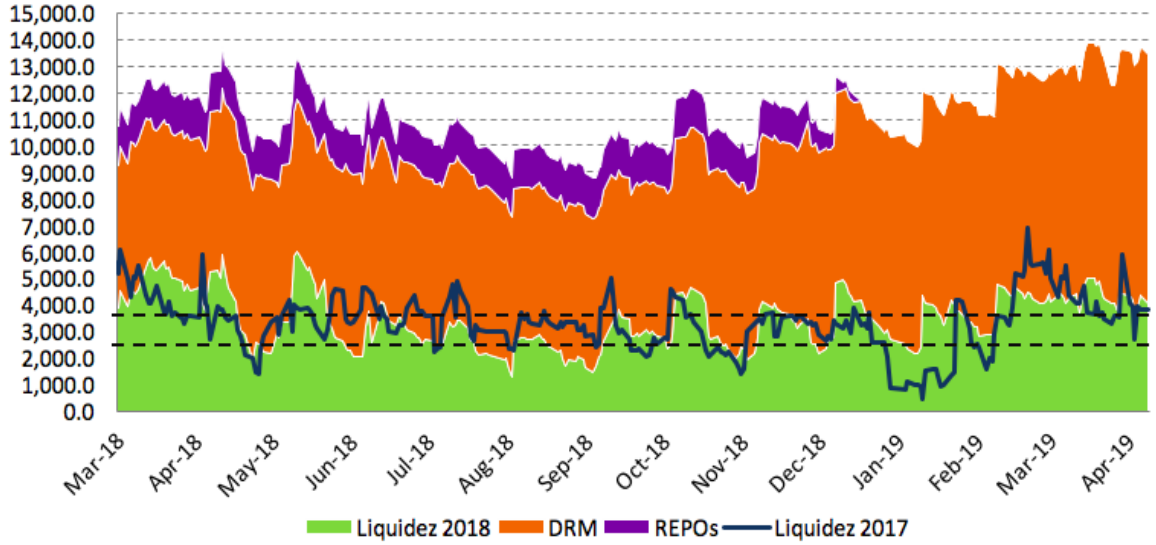


Figura 8: Liquidez Interbancaria (MMCUP). Fuente: Banco Central de Cuba. (2019). *Boletín de Liquidez Interbancaria*. La Habana, Cuba.

Además de todos sus problemas y elementos a perfeccionar, el MIB significó un gran paso de avance dentro del sistema financiero cubano. A continuación, se hace referencia a los instrumentos de intervención del BCC en este mercado para su regulación eficiente en la práctica.

[33] Cuando en 2014 se eliminó el mecanismo de compraventa de Deuda Pública se dejaron "congelados" los niveles de inversión que tenían los bancos en este activo. Es decir, los bancos que tenían Deuda Pública en sus balances no podrían venderla. Aunque ello permitía el funcionamiento del mercado al inmovilizar los excesos de liquidez del sistema, afectaba la gestión individual de liquidez de BPA y BANMET, los bancos con mayores niveles de Deuda Pública.

3.2.2 Instrumentos de intervención del Banco Central de Cuba en el MIB

Los bancos centrales utilizan un conjunto de instrumentos para implementar su política monetaria y lograr el adecuado funcionamiento del sistema financiero. Teniendo en cuenta las condiciones de funcionamiento de la economía cubana, así como la existencia de excesos de reservas en el sistema financiero, constituye un reto desarrollar la capacidad, independencia y eficiencia de la autoridad monetaria en el uso de sus instrumentos de mercado.

En el caso de Cuba los instrumentos utilizados para gestionar desequilibrios monetarios tienen sus particularidades. Por un lado, no todos son propiamente manejados con total independencia por el Banco Central de Cuba, y por la otra, los más utilizados son de tipo directos que influyen con métodos, en la mayoría de los casos administrativos, en las variables sobre las que se desea actuar.

Así, dadas las condiciones bastante *sui generis* del manejo monetario en Cuba, entre los instrumentos directos que hasta el momento más ha utilizado el BCC para instrumentar la política monetaria se encuentran: el control del crédito, de las tasas de interés y la monetización (Banco Central de Cuba, 2012).

Las tasas activas y pasivas fundamentales del sistema bancario son definidas centralizadamente por el BCC. Sin embargo, en la práctica este instrumento consiste en limitar el establecimiento del precio de los productos financieros por las instituciones del sistema, puesto que la autoridad monetaria lo ha utilizado en pocas ocasiones con fines de política monetaria. Para que el control directo de las tasas de interés constituya un verdadero instrumento de política, deben definirse reglas y espacios claros para su establecimiento y ajuste (Lage, 2016).

Autores como Pérez, 2011 y Lage, 2016, plantean que la monetización del déficit fiscal ha constituido una de las principales fuentes de emisión primaria en la economía cubana. Por ello se considera un instrumento de naturaleza monetaria y fiscal, lo cual reduce la independencia del BCC y afecta la coordinación de políticas macroeconómicas.

Si bien la formalización y utilización de instrumentos indirectos tradicionales ha sido muy limitada debido a la inexistencia de las condiciones ideales para su uso,

estos pudieran clasificarse en: requerimientos de encaje, instrumentos de ventanilla que incluye el SPC, la ventanilla especial de descuento y el servicio de prestamista de última instancia e instrumentos de mercado, DRM y Repos.

La Resolución 32/2010 del BCC es la norma que regula el cumplimiento por los bancos comerciales de los requisitos de encaje legal. El encaje es establecido como un porciento de los depósitos a la vista de los bancos. Su cumplimiento es mensual, para lo cual se toman en consideración los saldos promedios de las cuentas de los bancos en el BCC o de sus tenencias de Deuda Pública[34] (Lage, 2016).

Aunque el encaje es considerado el instrumento indirecto más sencillo de utilizar en sistemas financieros poco desarrollados, existen dos limitaciones fundamentales para su uso en el sistema bancario cubano. Por un lado, niveles muy desiguales de liquidez entre los bancos, por lo que un aumento del encaje podría afectar las condiciones de liquidez de algunas de las instituciones del sistema financiero. Por otra parte, ante la existencia de exceso de liquidez del sistema en general, una disminución del encaje no representa ningún estímulo para la demanda de créditos en la economía.

Los servicios de ventanilla fueron establecidos mediante la Resolución 91/2011 del BCC, lo que permitió señalizar el piso y el techo del mercado interbancario, como referencia para el establecimiento del costo de los préstamos interbancarios. Ello garantizó, unido a otras acciones, formalizar y estructurar la ventanilla de descuento del BCC. La figura 9 muestra los tres servicios que componen dicha ventanilla: (i) el Servicio Permanente de Créditos (componente del mercado interbancario), (ii) la Ventanilla Especial de Descuento para Inversiones y (iii) la Ventanilla para Financiamientos de Última Instancia (Lage, 2016).

[34] Solo se considera como encaje la Deuda Pública en poder de los bancos emitida hasta el 2012.

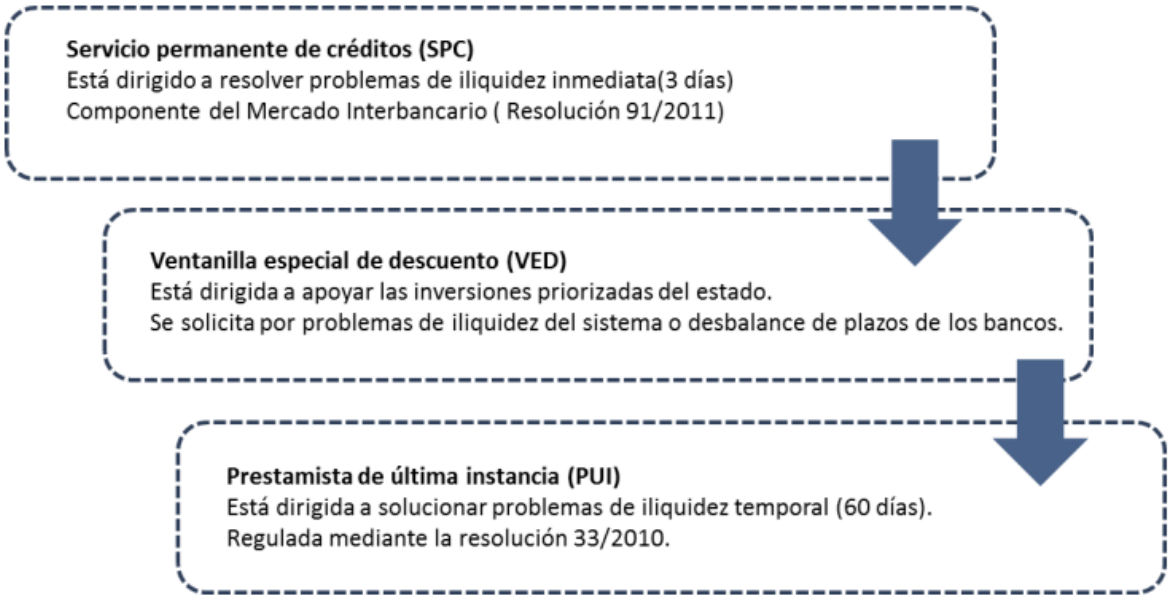


Figura 9: Ventanilla de descuento del BCC. Fuente: Lage, C. (2016). *Esquema general de la política monetaria en el nuevo escenario de la economía cubana.* Tesis Doctoral. Facultad de Economía. La Habana, Cuba.

El Banco Central de Cuba, fuera de los instrumentos tradicionales mencionados anteriormente, ha utilizado instrumentos de mercado en sus acciones de política monetaria.

Los DRM constituyen un instrumento mediante el cual el BCC regula los excedentes de liquidez en el mercado de dinero en el corto y mediano plazo. Estas operaciones funcionan siempre a iniciativa del banco central, pero con la participación voluntaria de sus contrapartes del sistema financiero y a través de subastas.

Constituyen depósitos a un plazo determinado que las instituciones bancarias mantienen en el banco central, no pueden ser retirados por estas y se fijan de acuerdo a la liquidez que el BCC precise retirar del sistema financiero. Son depósitos remunerados, ofrecidos mediante subastas competitivas a precio múltiple por parte del BCC en base a una tasa máxima y normalmente tienen una tasa mayor que las del MIB. Los intereses asociados a la constitución de estos son abonados al vencimiento de la operación.

En las subastas pueden participar todos los bancos del sistema financiero que operan en el MIB[35]. Los plazos iniciales para estas operaciones se establecieron en 7, 28 y 84 días. Las subastas se realizan 3 veces por semana con una duración de dos horas. Se inician cuando el BCC informa los términos de la subasta (tasa, monto y plazo), los cuales son acordados en el Subcomité de Liquidez Interbancaria en función de las condiciones del mercado.

Durante el horario del mercado, los bancos definen los montos y tasas que quieren adjudicarse, siempre tomando como límite máximo lo definido por el BCC. Los bancos pueden realizar varias ofertas y modificar las existentes tantas veces como estimen conveniente durante el horario de vigencia de la subasta. Una vez concluido el horario, se ordenan las ofertas de menor a mayor tasa, adjudicando los DRM en ese orden, hasta cubrir el monto ofrecido por el BCC.

Los depósitos resultantes de las operaciones de subastas no pueden ser interrumpidos, si un banco presenta un *shock* imprevisto de liquidez acudirá en primera instancia al MIB y, de no encontrar los fondos requeridos, utilizará el Servicio Permanente de Crédito.

A inicios del año 2018, luego de un análisis del comportamiento de los DRM en el subcomité de liquidez, se decidió comenzar a extraer liquidez a plazos mayores, dados los excesos estructurales que presenta el sistema.

En mayo de ese mismo año se eliminaron las subastas de DRM a 7 días con el objetivo de fomentar la actividad en el MIB. Por otro lado, las operaciones a 28 días constituyen hoy para el BCC la principal tasa de señalización de la política monetaria (Banco Central de Cuba, 2018).

En ausencia de una curva de rendimientos que establezca la relación entre la tasa de interés y los plazos de vencimiento, los DRM han servido para establecer tasas de referencia tanto para las operaciones interbancarias como para los financiamientos de corto plazo al gobierno, esto último ha permitido adecuar los financiamientos al Presupuesto del Estado a las condiciones de mercado y lo ha

[35] Los bancos participantes son: BANDEC, BPA, BANMET, BEC y BNC.

llevado a ser más eficiente en la captación de fondos (Banco Central de Cuba, 2018).

Durante el año 2018, dado el aumento constante de la liquidez disponible, los montos esterilizados fueron en aumento. Esto se debe fundamentalmente a emisión monetaria en exceso y la incapacidad de la economía de demandar créditos para actividades productivas. Desde abril hasta diciembre de 2018 de las 104 subastas que se han realizado de DRM, en la cuales el importe ofrecido por los bancos superó en un 13% a lo ofertado por el BCC; la mayor participación la obtuvo BPA con un 49.3%, BANMET con 45.4% y BNC con 5.3% (Banco Central de Cuba, 2018) (Figura 10).

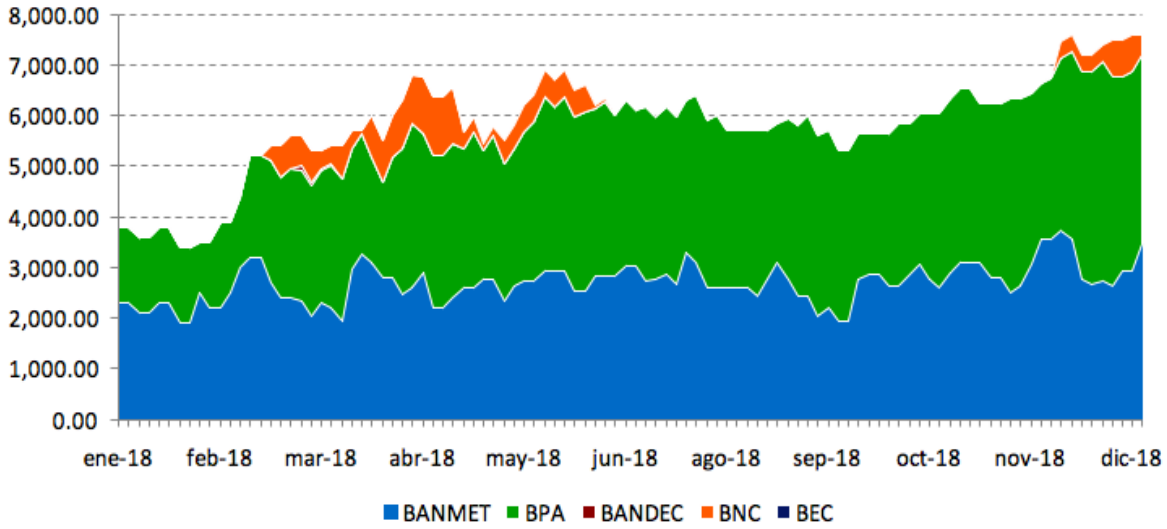


Figura 10. Tenencia de DRM 2018 (MMCUP). Fuente: Banco Central de Cuba. (2018). *Informe de mercados.*

Si bien los DRM constituyen el principal instrumento de sintonía fina que maneja el BCC para regular la liquidez interbancaria su utilización no está conforme con la práctica internacional. Según lo expuesto en el capítulo 2, dicho instrumento en la experiencia de México se utiliza para extraer suficientes masas de liquidez en el largo plazo.

En general, estos depósitos son instrumentos de poca flexibilidad y nula liquidez para regular el funcionamiento del MIB en el corto plazo. Al ser depósitos no negociables, cuando un banco comercial que mantiene DRM en el banco central con necesidades de liquidez coyunturales no tiene la posibilidad de convertir estos

depósitos en recursos líquidos. La utilización de los DRM se ajusta según la teoría y la evidencia internacional a regular desequilibrios estructurales o de largo plazo.

Adicionalmente a las subastas de DRM, durante el año 2017 se realizaron subasta de operaciones Repos a 1 año. Estas operaciones se realizaron con títulos de deuda pública, denominados Bonos Soberanos. Sin embargo, en la práctica estas operaciones en reporte no entrañaron el cambio de propiedad de estos bonos, los cuales siguieron dentro de la contabilidad del BCC; por lo que, más que un Repo se asemejaron a DRM a 1 año.

Aun así, constituyeron un elemento de señalización para extraer fondos a plazos mayores. Este instrumento venció en noviembre de 2018 y no se retomó, con lo cual se realizó un calendario para incorporar esos excesos de liquidez a los DRM a 84 días.

3.3 Propuesta de instrumentos de política monetaria del Banco Central de Cuba

Paralelo al crecimiento e importancia alcanzado por el MIB en la economía cubana, el BCC necesita disponer de certeros instrumentos de regulación monetaria acordes con sus objetivos de política monetaria. Instrumentos y mecanismos que le permitan una intervención eficiente como agente regulador y supervisor de este mercado. De acuerdo con el objetivo final de esta investigación, que se plantea desarrollar una propuesta para actualizar los instrumentos que han sido utilizados por el BCC para regular la liquidez interbancaria. Estas modificaciones son resultados del análisis de la experiencia internacional adaptadas a las características especiales del sistema financiero cubano vista a inicios de este capítulo.

Adicionalmente a esta actualización se propone un nuevo instrumento de intervención para el muy corto plazo, que sería la emisión de letras por parte del BCC.

La propuesta que se presenta abarca cuatro tipos de instrumentos divididos por el plazo temporal de los desequilibrios que se planteen solucionar.

a) Encaje Legal para los desequilibrios de muy largo plazo o permanentes.

b) Depósitos de Regulación Monetaria para los desequilibrios de largo plazo, por encima de un año.

c) Operaciones Repos con títulos del Gobierno para la intervención a corto y mediano plazo.

d) La emisión de Letras del BCC para los desequilibrios de muy corto plazo, por debajo de 7 días.

A continuación, se explica de manera más amplia cada una de estas propuestas.

Dentro de los instrumentos de tipo indirecto, en el caso cubano, los requerimientos de encaje son muy poco utilizados como instrumentos de política monetaria, según lo expuesto con anterioridad sobre las limitaciones para su uso en el sistema bancario cubano.

Se propone que el encaje legal sea usado como instrumento para resolver desequilibrios permanentes en la liquidez interbancaria, y que permita la retirada de grandes masas de dinero de una sola vez. Sin embargo, el encaje de liquidez en su forma tradicional tiene limitaciones para su utilización como instrumento de política monetaria para el caso cubano, pues una aplicación convencional de este instrumento afectaría a aquellos bancos con menores niveles de liquidez.

Como se analizó en el epígrafe 3.1, el sistema financiero cubano mantiene grandes excesos de liquidez, pero desigualmente distribuidos entre las entidades bancarias del sistema, debido a las disparidades en la estructura de activos y pasivos entre estas. De aplicar el encaje legal como instrumento sin tener en cuenta esta situación, se pondría bajo una gran presión de liquidez a algunas entidades del sistema financiero.

Por ello se propone establecer un Sistema de Encajes Diferenciados (SED) que permita la utilización de este instrumento en condiciones de elevados desbalances entre activos y pasivos de los bancos. A su vez, supone un mecanismo para corregir los excesos de liquidez estructurales del sistema bancario, entendiendo

estos como los saldos de fondos libres que no encuentran demanda de crédito en el mediano plazo debido a desequilibrios macroeconómicos acumulados.

Las políticas de encaje diferenciados por bancos, al funcionar en la práctica como un impuesto, son muy criticadas desde la teoría y la práctica internacional, debido a las distorsiones que puedan generar en el mediano y largo plazo. Por ello, se propone que el sistema de encajes no diferencie por entidad, sino por el tipo de pasivos que encaja, ello permitiría diferenciar entre los bancos comerciales, sin hacerlo de forma explícita. La esencia del SED que se propone, se basa en establecer encajes mayores sobre aquellos tipos de pasivos asociados a la población, que están en manos de los bancos con mayores niveles de excesos de liquidez, y que es necesario retirar definitivamente del mercado. De esta forma se evitaría imponer un tratamiento particular a cada entidad. En el futuro, cuando la segmentación dentro del sistema financiero sea eliminada se podrían ir eliminando paulatinamente los encajes diferenciados por tipo de pasivos, y establecer uno de manera general.

El BCC podría instruir un sistema compuesto por cuatro requisitos de encaje diferentes, que de mayor a menor se establecerían de la siguiente forma:

- Encaje A, sobre los depósitos a la vista de personas naturales.
- Encaje B, sobre los depósitos a plazo fijo de personas naturales.
- Encaje C, sobre los depósitos a la vista de personas jurídicas.
- Encaje D, sobre los depósitos a plazo fijo de personas jurídicas.

El sistema de encaje debe preservar los criterios de rentabilidad financiera, es por ello que los mayores requerimientos de encaje se establecerán sobre los depósitos a la vista del sector de las personas naturales, cuyos flujos de extracción son más difíciles de estimar y prever por el sistema financiero. En consecuencia, sobre los depósitos a plazo fijo de personas jurídicas se mantendrían los menores niveles de requerimientos, pudiendo ser cero o muy bajos. El sistema SED no solo permitirá un “ajuste fino” de los niveles de encaje,

sino que permitiría extraer de manera definitiva una parte importante de los excesos estructurales de liquidez del sistema financiero cubano.

Para intervenir en el mercado a plazos de un año o más se propone que el BCC use como instrumento los Depósitos de Regulación Monetaria.

Este tipo de instrumento se ha estado usando por la autoridad monetaria desde el año 2017, constituyendo un instrumento para extraer liquidez en el corto plazo, como ya se vio. Según lo expuesto anteriormente, el uso de este instrumento no corresponde con la práctica internacional, lo cual puede estar restando eficiencia al MIB cubano y a las formas de intervención del BCC en el mismo.

Por ello se propone que los DRM se establezcan como instrumento de política monetaria para extraer aquellas masas de liquidez que el sistema financiero no precise utilizar en el mediano y largo plazo. Estos depósitos tendrán un plazo de vencimiento de 1 año y podrían ser ofrecidos mediante subastas mensuales. La regularidad de los días, los montos y tasas de las subastas serían establecidos por el Subcomité de Liquidez del BCC, en dependencia de la estimación de la liquidez del sistema y el comportamiento de las tasas de interés de los préstamos en el MIB.

El establecimiento de un mayor plazo de vencimiento de los DRM, dado los altos niveles de tenencia de este instrumento en manos de los bancos comerciales[36], podría evitar que en un futuro decisiones unilaterales de las instituciones puedan distorsionar la liquidez interbancaria en el corto plazo, como puede ocurrir actualmente. En las condiciones actuales, si los bancos comerciales decidieran dejar de renovar sus DRM, la liquidez interbancaria podría triplicarse en menos de 1 mes.

Para la intervención en el mercado a mediano plazo se propone establecer operaciones de reporto, como se mostró en el capítulo anterior que establece la teoría y la evidencia empírica internacional. El uso de los Repos en el caso cubano representó una experiencia mejorable como se explicó anteriormente, ya que se

[36] Ver Fig. 10. Concentrando los mayores niveles de Depósitos de Regulación Monetaria, BPA y BANMET.

tomó este instrumento para la regulación de la liquidez interbancaria a plazos mayores.

A partir de ello, se propone retomar el uso de los Repos sobre títulos del Gobierno como el instrumento de intervención del BCC a mediano plazo. Se propone en el caso especial de Cuba, que los plazos se ubiquen en 1, 3 y 6 meses. Con ello se ofrece flexibilidad a las entidades financieras de rentabilizar la liquidez a diferentes plazos.

Este sería un instrumento negociable entre los bancos del sistema financiero, lo que brindaría mayor flexibilidad y liquidez a sus poseedores. Estas operaciones deben significar un cambio temporal de la propiedad del título, es decir, dejar de ser parte de la contabilidad del balance del BCC para ser parte de los activos del banco comercial que obtenga el Repo en la subasta. Así, es fundamental el desarrollo de un mercado secundario para estos Repos, que garantice la existencia de suficientes transacciones que le brinden la liquidez necesaria al instrumento. Para ello serán necesarias acciones por parte del BCC, que establezcan un conjunto de inversores estables y el establecimiento de una plataforma tecnológica que facilite el proceso de negociación y comunicación entre las partes.

Adicionalmente, una acción a desarrollar derivada de la utilización de instrumentos de mercado transables es la creación de una institución de tenencia, custodia y traspaso de los títulos valores. Las ventajas derivadas de la creación de esta institución serían, (i) hacer más fácil y eficiente el traspaso de títulos, (ii) reducir los costos de transacción de la movilidad de los valores entre los bancos y (iii) disminuir los niveles de riesgo en las operaciones con los títulos.

Por último, los bancos centrales a nivel internacional utilizan instrumentos *overnight*, con vencimiento al siguiente día hábil a la fecha de contratación, para regular la liquidez de los mercados interbancarios en el día a día.

Como consecuencia del insuficiente desarrollo de los mercados financieros en Cuba y la existencia de pocos participantes y bajos niveles de transacciones en comparación con mercados internacionales; el establecimiento de un plazo de

intervención *overnight* resultaría poco necesario en las condiciones actuales del mercado interbancario cubano.

El nuevo instrumento que se propone para la regulación monetaria a plazos muy cortos es la emisión de Letras de Regulación del BCC. El plazo de estas operaciones inicialmente se podría establecer en 7 días. En el futuro, y con un sistema financiero más desarrollado, se podría ir acortando su plazo hasta llegar a ser operaciones *overnight*.

La colocación de este instrumento será mediante subastas, de forma similar a los Repos. La utilización de las Letras no debe interferir en la operatoria del MIB, por lo que se propone que celebración de la subasta se realice al final del día, al menos dos veces por semana, y con tasas por debajo de las del mercado interbancario. De esta manera, se espera que el MIB represente la primera instancia al cual acuden los bancos comerciales con desequilibrios de tesorería durante el día. Al final del día, aquellas instituciones que cierren con excedentes de liquidez, pueden participar en la subasta de Letras del BCC. Este instrumento deberá también contar con un mercado secundario que garantice su liquidez.

La metodología de adjudicación de los instrumentos en el MIB cubano utilizada ha sido la subasta pública competitiva de precio múltiple. Sin embargo, dada las condiciones de bajo desarrollo de los mercados financieros y la utilización reciente de nuevos instrumentos de intervención del BCC para regular el mercado en el corto, mediano y largo plazo se propone que la modalidad más ventajosa a utilizar sería la subasta de precio único. Las ventajas asociadas a su uso serían: (i) reducir la incertidumbre para los demandantes u oferentes en el mercado, (ii) establecer una única tasa de interés de referencia en el MIB que refleje las condiciones de liquidez de este, (iii) mediante esta tasa de referencia posibilitar una intervención eficiente del BCC en el MIB.

En sentido general, la propuesta anterior se sostiene a partir de cuatro niveles de instrumentos, permanentes, largo, mediano y corto plazo. Un primer nivel enfocado a retirar grandes montos de liquidez de forma definitiva en dependencia del nivel de encaje en que se ubique cada entidad. En el segundo nivel de

instrumentos el BCC utilizará los DRM para extraer aquellos excesos de fondos que resulten luego de la aplicación del encaje. Para el mediano plazo se emplearán los Repos a partir de los Bonos Soberanos. Finalmente, el último nivel de instrumento para la intervención de la autoridad monetaria en el muy corto plazo se emitirán Letras de Regulación del BCC. Estos diferentes niveles le permiten al BCC determinar el instrumento de política más adecuado para intervenir en el mercado y manejar las diferentes situaciones con la liquidez que se presenten.

Conclusiones

1. El Mercado Interbancario constituye una fuente de financiamiento mayorista significativa para las entidades financieras con el objetivo de manejar sus necesidades o excesos de liquidez.
2. El funcionamiento eficiente del mercado interbancario ofrece señales a los bancos centrales para el control y supervisión de la liquidez en el sistema, asegura un canal de transmisión de la política monetaria dado que la tasa de interés resultante se considera meta operativa dentro del esquema de política monetaria y constituye el primer paso para la creación del resto de los mercados financieros.
3. El banco central constituye la autoridad monetaria en el MIB asegurando su funcionamiento efectivo. Su acción incluye desde el establecimiento del sistema canal/corredor hasta la posesión y utilización de instrumentos para la regulación de la liquidez interbancaria y la tasa de interés del mercado con fines de política monetaria.
4. Los instrumentos de política monetaria en manos de los bancos centrales pueden clasificarse en directos e indirectos, sin embargo, asociado a las limitaciones en el uso de los controles directos y a la evolución de la política monetaria, ha sido necesario transitar hacia el uso de instrumentos de mercado.
5. Dentro del conjunto de instrumentos indirectos, las operaciones de mercado abierto constituyen el instrumento más eficiente, flexible y eficaz para la intervención del banco central en el mercado de dinero. A través de las OMA se pueden modificar las condiciones de liquidez del sistema cuando sea preciso, por lo que permiten una rápida adaptación a las necesidades del mercado.
6. La metodología más empleada según la teoría y la práctica internacional para la adjudicación de los instrumentos en mercados financieros es la subasta pública competitiva de precio único.

7. El estudio de la experiencia internacional en la regulación del MIB permite afirmar que las OMA son el instrumento más socorrido por los bancos centrales para intervenir en los mercados de dinero.
8. Los instrumentos utilizados por el Banco Central de Cuba han estado ligados al uso de controles administrativos. Las limitaciones de los instrumentos directos junto a un contexto donde los mecanismos de mercado adquieren mayor importancia, hacen necesario incorporar de manera activa instrumentos indirectos sin que esto implique renunciar al empleo de la planificación y los instrumentos directos en determinadas situaciones.
9. El Mercado Interbancario en Cuba quedó regulado desde el año 2011, luego de dos años de período de prueba (2014-2016) este mercado mostró los avances esperados para un espacio de esta naturaleza. Con ello, quedó establecida la posibilidad de intervención del BCC en el MIB para la regulación y supervisión de este mercado en la práctica mediante el uso de instrumentos de mercado.
10. Teniendo en cuenta las características especiales del sistema financiero cubano y el desarrollo reciente del MIB se hace necesario una actualización de los instrumentos que dispone el BCC para la regulación de la liquidez interbancaria, suavizar las fluctuaciones de la tasa de interés interbancaria y asegurar que esta permanezca dentro de los niveles fijados.
11. La propuesta de actualización quedó estructura en cuatro niveles de instrumentos: un Sistema de Encaje Legal Diferenciado por tipo de pasivos, para desequilibrios permanentes, los Depósitos de Regulación Monetaria para intervenir en el largo plazo, los Repos para el mediano plazo y las Letras de Regulación del BCC para el muy corto plazo.

Recomendaciones

1. Continuar profundizando en el estudio de otras experiencias internacionales en la regulación e intervención de los bancos centrales en los mercados interbancarios, enfatizando en aquellas economías con características similares a las de Cuba.
2. Atender las características institucionales del sistema financiero cubano con el objetivo de eliminar distorsiones para el funcionamiento efectivo del Mercado Interbancario y el resto de mercados financieros, fundamentalmente el Mercado de Deuda Pública.
3. Adoptar nuevos instrumentos de regulación monetaria por parte de Banco Central de Cuba para la regulación eficiente de la liquidez interbancaria en el sistema financiero y con ello estructurar un sistema de tasas de interés más racional en la economía.
4. Desarrollar otras investigaciones que profundicen y sirvan de complemento a los análisis expuestos en el trabajo.

Bibliografía

1. Acosta, C. (2019). *Tesis en desarrollo en opcion al grado de Máster.* Banco Central de Cuba, La Habana.
2. Banco Central de Cuba. (2019). *Boletín de Liquidez Interbancaria.* La Habana.
3. Banco Central de Cuba. (2012). *Los Intrumentos de política monetaria. Revista del Banco Central de Cuba (3).* La Habana.
4. Banco Central de Cuba. (2018). *Informe de mercados.* La Habana.
5. Banco Central de la República del Perú. (2006). *RESOLUCION JM 061128-02.*
6. Banco Central de la República Dominicana. (2010). *Estrategia para la implementación de un Esquema de Metas de Inflación en la República Dominicana.* Santo Domingo.
7. Banco Central de la República Dominicana. (2016). *Informe de Política Monetaria.* Santo Domingo.
8. Banco Central de la República Dominicana. (2018). *Informe de la Economía Dominicana.* Santo Domingo.
9. Banco Central de la República Dominicana. (2018). *Informe de Política Monetaria.* Santo Domingo.
10. Banco Central de Reserva del Perú. (2010). *Instrumentos de Política Monetaria del BCRP.* Gerencia de Operaciones Monetarias y Estabilidad Financiera, Lima.
11. Banco Central de Reserva del Perú. (2018). *Estabilidad Monetaria: Diseño e Implementación de la Política Monetaria.* Lima.
12. Banco de la República | Colombia. (2018). *¿Cómo se impleta la política monetaria en Colombia?*, Bogotá.

13. Banco de la República | Colombia. (2017). *Tasas de intervencion del Banco de la República en el mercado interbancario,* Bogotá.

14. Banco de la República | Colombia. (2018). Operaciones de mercado Abierto, Bogotá.

15. Banco de la República | Colombia. (2018). *Reporte de Mercados Financieros,* Bogotá.

16. Banco de México . (2007). *Instrumentación de la Política Monetaria a través de un Objetivo Operacional de Tasa de Interés.* Ciudad de México.

17. Banco de México. (2008). *Intervencción en el Mercado de dinero.* Ciudad de México.

18. Banco de México. (2010). *Instrumentación de la Política Monetaria en el Banco de México.* Ciudad de México.

19. Banco de México. (2010). *Instrumentación de las Políticas Cambiarias y Monetarias.* Ciudad de México.

20. Cardozo, P., Huertas, C., Parra, J., & Patiño, L. (2011). Mercado Interbancario colombiano y manejo de liquidez del Banco de la República. *Borradores de Economía* (673).

21. Choy, M. (2012). *El mercado de dinero y la ley de repos .* Banco Central de Reserva del Perú, Lima .

22. Consejo Monetario Centroamericano . (2018). *Informe mensual de Políticas Económicas .*

23. Cruz, K. (2014). *Aproximación a la implementación de las OMA en Cuba.* Tesis de diploma, Universidad de La Habana, Facultad de Economía, La Habana.

24. Cruz, K. (2016). *Utilización de Operaciones de Mercado Abierto en el desarrollo del MIB en Cuba.* Banco Central de Cuba , La Habana.

25. Espino, F., & Moquillaza, R. (2018). *Operaciones monetarias y el sistema de liquidación de valores del BCRP .* Banco Central de Reserva del Perú, Lima.

26. Gray, S. (1999). *Valores Gubernamentales: la emisión primaria.* Ensayo, Centro de estudios monetarios latinoamericanos, México.

27. Gray, S., & Hoggarth, G. (1997). *Introducción a las operaciones monetarias.* Ensayo, Centro de estudios monetarios latinoamericanos, México.

28. Gray, S., & Talbot, N. (2009). *Desarrollo de mercados financieros .* Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México.

29. Hernández, A., & Tolosa, J. (2001). *La Política Monetaria en Colombia en la segunda mitad de los años 90.*

30. Humala, A. (2015). *Introducción a la emisión de valores .* Banco Central de Reserva del Perú.

31. Lage, C. (2016). *Esquema general de política monetaria en el nuevo escenario de la economía cubana.* Tesis doctoral, Universidad de La Habana, Facultad de Economía, La Habana.

32. Lage, C., & Acosta, C. (2018). *Mercado Interbancario. Primeros pasos.* Banco Central de Cuba, La Habana.

33. Lage, C., & González, C. E. (2016). *Institucionalidad y banca en Cuba.* La Habana.

34. León, D., & Quispe, Z. (2010). *El encaje como instrumento no convencional de la Política Monetaria .* Banco Central de Reserva del Perú, Lima.

35. León, J. (2015). Sistema Financiero en Cuba: evolución y retos ante la expansión del sector no estatal. *Desde la Isla* (28).

36. Lopéz, E., Vargas, H., & Rodríguez, N. (2016). *La estrategia de inflación objetivo en Colombia. Una visión histórica.* Banco de la República, Bogotá.

37. Ortiz, J. (2017). *Mercado Interbancario.* Tesis de diploma, Universidad de Valladolid, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales.

38. Panico, C., & Moreno, J. C. (2016). *El Banco de México y la Política Monetaria.*

39. Pastor, A., & Mesía, M. (1999). *La administración de numerario y los instrumentos de regulación monetaria en la banca central.* Lima.

40. Pérez, C. (2011). *Esquema de política monetaria para el segmento de la población de la economía cubana.* Tesis doctoral, Universidad de La Habana, Facultad de Economía, La Habana.

41. Pérez, C., & Lage, C. (2012). Por qué un mercado interbancario en Cuba. *Revista del Banco Central de Cuba* (2), 20-26.

42. Roca, R. (2014). Metas de Inflación y Efectividad de la Política Monetaria en el Perú. *Pensamiento Crítico, 18* (1), 159-168.

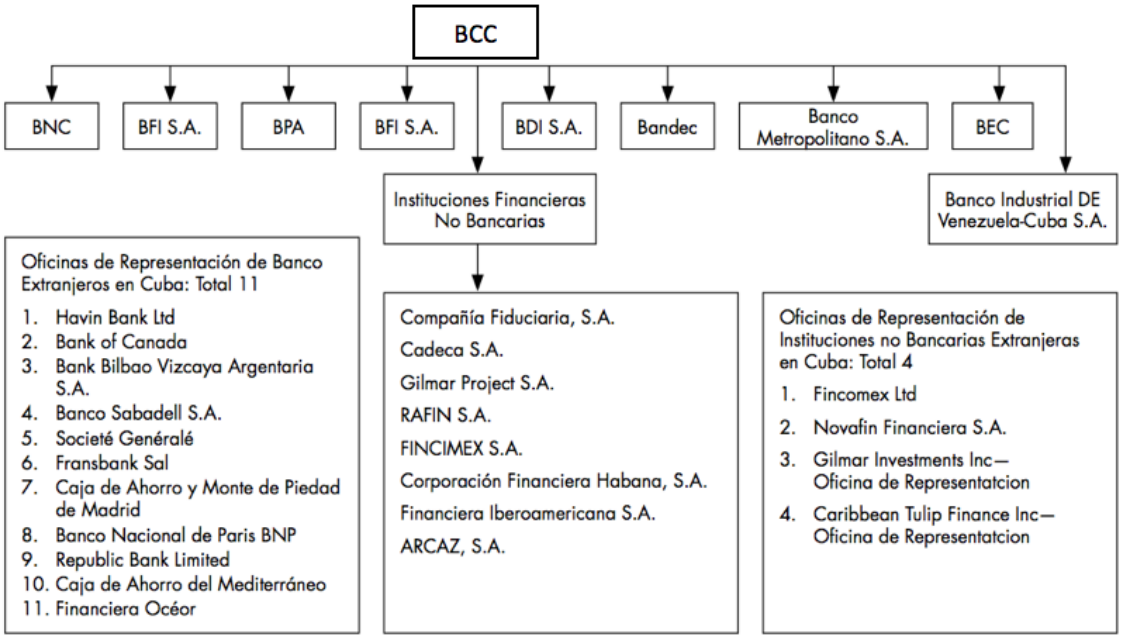
43. Roselló, D. (2013). *Mercado Interbancario en Cuba.* Tesis de diploma, Universidad de la Habana, Facultad de Economía, La Habana.

44. Vega, H. (2015). *Panorama de la Política Monetaria en el Perú.* Banco Central de la Reserva del Perú, Departamento del Programa Monetario, Lima.

45. Woodford, M. (2001). *Monetary Policy in the information Economy.* Working Paper, Department of Economics Princeton University.

Anexos

Anexo 1. Estructura del Sistema Financiero Cubano



Fuente: Banco Central de Cuba.

Anexo 2. Caracterización de los Bancos Comerciales del Sistema Financiero Cubano

El Banco Popular de Ahorro (BPA), fue creado con el propósito de proveer diversos servicios financieros a la población y promover el ahorro tanto en divisas como en moneda nacional. Sus operaciones se enfocan fundamentalmente al segmento de las personas naturales, aunque cuenta con tareas de banca universal, es por ello que como política se propone ampliar sus servicios al sistema empresarial. Con la actualización de la política crediticia, a partir del Decreto-Ley No.289 del año 2011, se incrementó la concesión de créditos a agricultores pequeños, trabajadores por cuenta propia y a otras formas de gestión no estatal. Desde ese entonces, BPA está autorizado a otorgar préstamos a personas naturales. Este banco comercial posee sucursales en todos los

municipios del país, la cuales se encuentran interconectadas de manera electrónica.

El Banco Metropolitano S.A (BANMET) tiene como propósito prestar servicios al cuerpo diplomático acreditado en el país, a entidades extranjeras radicadas en Cuba y a sus funcionarios, empleados y población en general. Las operaciones de BANMET no se limitan a un solo segmento (personas naturales o jurídicas), sus operaciones tienen un nivel más universal, aunque sus sucursales solo operan en la capital. Entre los servicios que brinda este banco comercial se encuentran: cuenta corriente y de ahorro en pesos cubanos y en moneda libremente convertible, certificados de depósitos en moneda libremente convertible a plazo fijo, pago directo de facturas domésticas de los clientes desde sus cuentas y otorgamiento de créditos.

El Banco de Crédito y Comercio (BANDEC), posee funciones universales inherentes a la banca comercial, tanto para operaciones en el territorio nacional como en el extranjero. Además de brindar servicios tradicionales de la banca comercial como servicios de cuenta, transferencia de fondos y servicios de caja, ofrece otras prestaciones entre las que se encuentran la administración de fondos, fideicomisos y servicios técnicos a las inversiones.

El Banco Internacional de Comercio S.A (BICSA) constituye la banca de empresas en el sector de las finanzas en divisas, para lo cual se sirve de sus servicios centrales y sus sucursales radicadas en el país. Realiza operaciones en divisa, fundamentalmente en actividades de comercio exterior, financiamientos y operaciones de compra/venta de monedas. Sus clientes institucionales son tanto nacionales como extranjeros, los cuales reciben servicios de cuentas y documentarios, además, las entidades nacionales disfrutan de facilidades crediticias.

El Banco Financiero Internacional S.A (BFI) ha operado desde su fundación como un banco comercial orientado a prestar servicios fundamentalmente en moneda libremente convertible a personas naturales y jurídicas extranjeras, asociaciones económicas y empresas mixtas, así como servicios de créditos a organismos

cubanos. Recibir y otorgar depósitos en efectivo a la vista o a término, emitir certificados a plazo fijo, ejecutar transferencias de fondos hacia y desde el extranjero, prestar servicios de administración de bienes, estudios financieros y de factibilidad, son algunas de las funciones del BFI.

El Banco Exterior de Cuba (BEC), como su nombre lo indica, brinda una atención preferente a las transacciones relacionadas con el comercio exterior, especializándose en aquellas que poseen una cobertura de Seguro Oficial de Crédito a la Exportación en diferentes países. A pesar de ello posee una licencia de carácter general, lo que le permite desarrollar funciones de banca universal o de múltiples servicios. En su desempeño actual se destacan actividades como: el otorgamiento de financiamiento a empresas nacionales, la apertura y negociación de cartas de crédito, emisión de avales y garantías, cobranzas internacionales, inversión en títulos valores, entre otras.

El Banco Industrial de Venezuela-Cuba S.A (BIVC), recibió del Banco Central de Cuba una licencia especial que le autoriza a ejecutar operaciones de intermediación financiera en divisas. De acuerdo con dicha licencia el BIVC está facultado para realizar una serie de actividades, entre las que se pueden mencionar: recibir y otorgar préstamos u otras modalidades de crédito o financiamientos, prestar servicios de administración de bienes, realizar estudios financieros y de factibilidad, emitir y operar cartas de garantía, cartas de créditos y otros documentos relativos al comercio internacional, etc.

El Banco de Inversiones S.A (BDI) es el único banco cubano especializado en el sector de las inversiones, de esta forma brinda servicios que cubren todos los sectores de la banca de inversión. El BDI desempeña un activo papel en la prestación de servicios a clientes corporativos y a inversores extranjeros con negocios en Cuba. Desde su creación participa activamente en financiamiento de proyectos de inversión y cobertura de riesgos cambiarios. La gama de actividades que desempeña el BDI incluye: concesión de créditos, evaluación de proyectos de inversión, estudios de factibilidad técnico financiera de inversiones, entre otras.

El Banco Nacional de Cuba (BNC) cuenta entre sus funciones con: obtener y otorgar créditos en moneda libremente convertible, emitir garantías bancarias de todo tipo con previa evaluación de la gestión económico y financiera de la entidad solicitante, así como mantener el registro, control, servicio y atención a la deuda externa que el estado cubano tiene contraída con acreedores extranjeros. En los últimos años esta entidad bancaria ha desarrollado un activo trabajo en lo concerniente a las negociaciones y firma de acuerdos vinculados a la renegociación de la deuda externa, obteniendo nuevos créditos de bancos e instituciones extranjeras. Además, el BNC ha concedido préstamos en moneda libremente convertible a entidades nacionales.

Fuente: Cruz, K. (2014). *Aproximación a la implementación de las OMA en Cuba.* Tesis de diploma, Universidad de La Habana, Facultad de Economía, La Habana.

Anexo 3. Balance Sintético del Banco Central de Cuba

Activo (Fuentes)	Pasivo (Usos)
Crédito Neto al Gobierno (+) Deuda Pública (+) Financiamientos a la CFC (–) Depósitos del Presupuesto y la CFC (±) Otros Crédito Neto a Instituciones Financieras (IF) (+) Financiamiento a IF (+) Sobregiro en depósitos de bancos (–) Otras obligaciones con IF Mercado Cambiario (±) Reservas Internacionales Netas (–) Impuesto de regulación monetaria Otros activos y pasivos netos	Efectivo en Circulación Reservas Bancarias (+) Efectivo en caja, bancos (+) Encaje Legal (+) Fondos Libres

Fuente: Lage, C. (2016). *Esquema general de política monetaria en el nuevo escenario de la economía cubana.* Tesis doctoral, Universidad de La Habana, Facultad de Economía, La Habana.