



Universidad de la Habana  
Facultad de Economía

# Tesis de Diploma

## Aproximación a la implementación de las OMA en Cuba

**Autora/** Karina Cruz Simón

**Tutores/** Msc. Carlos Enrique González García  
Lic. Jessica León Mundul



**La Habana**  
Junio, 2014

*“... la buena política monetaria depende de que reconozcamos lo mucho que no sabemos sobre el manejo del dinero”*

*Sherman Maisel*

***A mis padres***

***A Ariel***

## **Agradecimientos**

Agradezco sinceramente a todas las personas que han contribuido directa e indirectamente a mi formación como profesional y a la materialización de este proyecto, especialmente:

*A mis tutores Carlos Enrique y Jessica por sus invaluable consejos y dedicación.*

*A los especialistas de la Dirección de Política Monetaria, especialmente a Diana, Carlitos y Yaliana por sus recomendaciones.*

*A mis padres por ser mi ejemplo a seguir y siempre exigir lo mejor de mí.*

*A Ariel por todos los años de amor y apoyo, por siempre estar ahí.*

*A mis abuelas Esther y Silvia por ser especiales.*

*A mi tío Fidel por ser una fuente de conocimiento incalculable.*

*A Martha, Sandra y Fernan por acogerme como parte de su familia y por su preocupación constante.*

*Al resto de mi familia: mis tíos Tito y Sergio, mi tía Alina y mi primi Emily, por estar muy cerca a pesar de encontrarse lejos.*

*A mis amigas Malena y Analay por ser las hermanas que nunca tuve.*

*A mis amigos de la Lenin por los años inolvidables.*

*A Dayi (“mi amiguís”) por su amistad sincera y por soportarme todos estos años, prepárate que te quedan unos cuantos.*

*A mis amigos de la facultad, especialmente a Laura, Camilo, Daniel, Aimeé Aniano, Oli, Leance, Gabriel, Ana Iris y Alfonso, por los momentos compartidos.*

## Resumen

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 mecanismo financieros adquieren mayor importancia, hace necesario incorporar de manera activa instrumentos indirectos que permitan regular con mayor efectividad el entorno monetario y financiero cubano. Dentro de este conjunto de instrumentos, las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) aportan mayores ventajas en términos de precisión, eficacia, eficiencia, transparencia y flexibilidad. Esta investigación pretende ser una primera aproximación al empleo de las OMA en Cuba.

Para ello se muestran los principales aspectos relacionados con dichas operaciones y sus ventajas respecto a otros instrumentos indirectos. Además, se presenta un estudio de las experiencias de República Dominicana, Costa Rica, Bielorrusia y Polonia, que evidencian cómo han sido empleadas estas operaciones para efectuar el manejo monetario y alcanzar los objetivos definidos en países con características similares a Cuba. Luego, tomando en cuenta las particularidades del entorno monetario y financiero cubano, se realiza un análisis de la necesidad de usar las OMA en función de las condiciones existentes y se definen los principales problemas que entorpecen su implementación y desarrollo.

## **Abstract**

The Central Bank of Cuba has traditionally carried out its monetary policy through direct instruments. The limitations of such instruments together with a context where the financial mechanisms acquire a greater importance make necessary to incorporate in an active way some indirect instruments that permit to regulate the Cuban monetary and financial environment more effectively. Within this group of instruments, the Open Market Operations (OMO) provide more advantages in terms of precision, effectiveness, efficiency, transparency and flexibility. This research pretends to become a first approach to the use of the OMO in Cuba.

For that reason the principal aspects related to such operations and its advantages over other instruments are shown in the paper. Besides, it is presented a study on the experience of use in the Dominican Republic, Costa Rica, Belarus and Poland. This study shows how the OMO have been used to carry out the monetary operations and to reach the defined objectives in countries having characteristics that are similar to Cuba's. Then, taking into consideration the peculiarities of the Cuban monetary and financial environment, it is done analysis on the advantages of using the OMO based on the prevailing necessities and the principal problems affecting their functioning are defined.

# Índice

<b>Introducción</b> .....	1
<b>Capítulo 1: Aspectos teóricos acerca de los instrumentos de política monetaria: las OMA</b> .....	5
1.1 Instrumentos de Política Monetaria.....	5
1.1.1 <i>Esquema de Política Monetaria</i> .....	6
1.1.2 <i>Debate entre instrumentos directos e instrumentos indirectos</i> .....	11
1.1.3 <i>El coeficiente de encaje legal y la tasa de descuento</i> .....	15
1.2 Principales elementos conceptuales de las OMA.....	21
1.2.1 <i>Definición conceptual de las OMA</i> .....	21
1.2.2 <i>Funciones de las OMA. Principales ventajas</i> .....	27
<b>Capítulo 2: Experiencias internacionales en la utilización de las OMA</b> .....	31
2.1 Experiencias de países latinoamericanos.....	32
2.1.1 <i>OMA en República Dominicana</i> .....	32
2.1.2 <i>OMA en Costa Rica</i> .....	36
2.2 Experiencias de países de Europa del Este.....	43
2.2.1 <i>OMA en Bielorrusia</i> .....	44
2.2.2 <i>OMA en Polonia</i> .....	49
<b>Capítulo 3: Aspectos relevantes para la utilización de las OMA en Cuba</b> .....	60
3.1 Características del entorno monetario y financiero.....	60
3.1.1 <i>Entorno monetario</i> .....	60
3.1.2 <i>Entorno financiero</i> .....	66
3.2 Necesidad de incorporar las OMA en el arsenal monetario del BCC.....	71
3.2.1 <i>Necesidad de emplear instrumentos indirectos</i> .....	71
3.2.2 <i>Necesidad del uso de las OMA</i> .....	77
3.3 Problemas para la implementación de las OMA.....	82
<b>Conclusiones</b> .....	89
<b>Recomendaciones</b> .....	92
<b>Bibliografía</b> .....	93
<b>Anexos</b> .....	101

## **Introducción**

En el VI Congreso del Partido Comunista de Cuba (PCC) fueron aprobados los Lineamientos de la Política Económica y Social del Partido y la Revolución, con el propósito de llevar a cabo un proceso de actualización en el modelo económico, lo que sin duda implica importantes transformaciones y retos para la economía cubana. En tal escenario, los organismos encargados de conducir la política monetaria en Cuba, deben adecuarse a las nuevas condiciones y desempeñar sus funciones de la manera más óptima, para estar en sintonía con el proceso de actualización en el que se encuentra inmerso el país. Ello evidencia la necesidad de llevar a cabo un reordenamiento del entorno monetario, que implica establecer modificaciones en la forma de conducir la política monetaria.

El Banco Central de Cuba (BCC) 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. Los instrumentos indirectos no han sido empleados activamente con fines de regulación y control monetario, a pesar de que existe un marco legal que regula el encaje legal y la tasa de descuento.

Las limitaciones del empleo de instrumentos directos, junto a un contexto de transformaciones económicas importantes, han conducido a que el BCC comience a realizar esfuerzos por incorporar mecanismos financieros en la conducción de la política monetaria, sin abandonar la planificación y el uso de instrumentos directos. En este sentido el papel de los instrumentos indirectos para regular la liquidez y alcanzar los principales objetivos monetarios, comienza a realizarse.

Dentro del conjunto de instrumentos indirectos, las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) han demostrado ser más flexibles, eficientes y eficaces para regular la política monetaria. Teniendo en cuenta lo antes planteado, sería muy conveniente poder incorporar las OMA como un instrumento adicional de regulación monetaria del BCC. Aunque pudiera considerarse por diversas razones

que el empleo de las OMA en Cuba es algo utópico, esta investigación defiende que si se emplea este instrumento en función de nuestras condiciones y necesidades, contribuiría a resolver muchos de los problemas que entorpecen las transformaciones que requiere la reestructuración del entorno monetario cubano, y generaría importantes beneficios para la economía en su conjunto.

En función de lo antes planteado este trabajo persigue ser una primera aproximación al empleo de las OMA en Cuba, es por ello que el **problema científico** es: partiendo de las condiciones actuales del entorno monetario y financiero cubano, ¿es conveniente incorporar las OMA a la cartera de instrumentos del BCC?

Teniendo en cuenta el problema definido, el **objetivo general** que se persigue es: Determinar los principales aspectos relacionados con la incorporación de las OMA en el manejo de la política monetaria en Cuba.

Los **objetivos específicos** son:

- Identificar las ventajas de las OMA sobre otros instrumentos de política monetaria.
- Sistematizar experiencias internacionales en el uso de las OMA, a partir de la selección de casos de estudio.
- Definir las necesidades, condiciones y problemas asociados a la implementación de las OMA en Cuba.

Para alcanzar los objetivos propuestos la presente investigación se encuentra estructurada en tres capítulos. En el **Capítulo 1** son abordados los elementos teóricos fundamentales según la teoría macroeconómica convencional acerca de los instrumentos monetarios, en este sentido se hace referencia al papel que desempeñan dentro del esquema de política monetaria y se toma partido en el debate entre instrumentos directos e indirectos. Además, se definen los principales aspectos relacionados con el encaje legal, la tasa de descuento y las OMA, lo que permite demostrar a lo largo del capítulo las ventajas de este último respecto a los otros instrumentos en la conducción de la política monetaria.

En el **Capítulo 2**, se presenta el estudio de cuatro experiencias internacionales en el empleo de las OMA. En cada caso se profundiza en cómo se deben implementar las OMA en función de las leyes y reglamentos vigentes, y se ejemplifica cómo estas operaciones han sido utilizadas en determinadas circunstancias con el fin de alcanzar los objetivos de política monetaria definidos.

En el **Capítulo 3**, se describe el entorno monetario y financiero cubano. Luego, se exponen la necesidad y las ventajas de incorporar instrumentos indirectos en general y las OMA en particular, en la conducción de la política monetaria. Posteriormente se explican los principales problemas que existen para la implementación de las OMA en Cuba.

Finalmente se ofrecen las conclusiones, recomendaciones y los anexos complementarios.

En Cuba no existen **antecedentes** directos de investigaciones que hayan abordado el tema que aquí se expone, no obstante las referencias más próximas se encuentran en los trabajos e investigaciones realizadas por autores cubanos, que se han dedicado al estudio de la política monetaria desde diversas aristas, en este sentido se desatacan: Hidalgo, Vidal & Tabares (2000); Pérez, Hernández & Hidalgo (2003); Vidal (2003, 2007, 2009); Hidalgo (2008); Hidalgo & Pérez (2010); Pérez (2011); Pérez & Lage (2012).

El **aporte** principal de esta investigación, ha sido abrir el debate acerca del empleo de las OMA en Cuba a partir de realizar una primera aproximación a la implementación de este instrumento en la conducción de la política monetaria efectuada por el BCC. De esta forma, este estudio pretende iniciar el trayecto en la discusión requerida para la creación de las condiciones necesarias en la utilización práctica de tales operaciones, y ser un apoyo en los esfuerzos realizados por llevar a cabo la reestructuración del entorno monetario cubano. Como principal **limitación** se puede señalar las dificultades asociadas al acceso a información de bancos centrales a nivel internacional y la no existencia de literatura que haya tratado el tema abordado desde la óptica de Cuba.

La presente investigación es fruto de una línea de trabajo establecida entre la Dirección de Política Monetaria del BCC y la Unidad Docente del BCC adscrita a la Facultad de Economía de la Universidad de La Habana, la misma es muestra de las intenciones de la autoridad monetaria de fomentar el debate en torno a la incorporación de las OMA en el manejo de la política monetaria en Cuba.

## **Capítulo 1: Aspectos teóricos acerca de los instrumentos de política monetaria: las OMA**

El banco central es la máxima autoridad encargada de formular y llevar a cabo la política monetaria en un país. La política monetaria representa una parte instrumental de la política económica, a través de la cual se pueden promover efectos generales sobre la economía y los mercados, generando múltiples impactos sobre los diferentes sectores económicos.

Los instrumentos de regulación de la liquidez juegan un papel fundamental en la conducción de la política monetaria, ya que constituyen armas a disposición del banco central para influir en las condiciones de liquidez y alcanzar los objetivos definidos. Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) representan en la actualidad uno de los instrumentos monetarios más empleados por los bancos centrales a nivel internacional para alcanzar sus objetivos finales. El empleo adecuado de las OMA aporta flexibilidad, eficiencia y eficacia en el manejo monetario. De esta forma, este capítulo persigue dar respuesta al primer objetivo de investigación que consiste en abordar los aspectos teóricos de las OMA según la teoría macroeconómica convencional, a fin de demostrar sus ventajas respecto a otros instrumentos de política monetaria.

Con tal propósito en el primer epígrafe se describen los elementos fundamentales relacionados con los instrumentos monetarios. En el segundo epígrafe se profundiza en los elementos teóricos vinculados con las OMA.

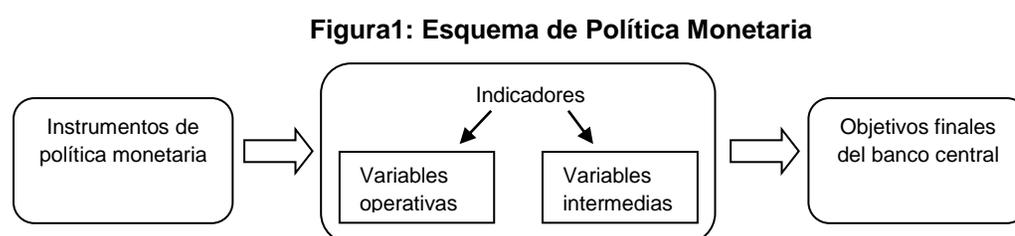
### **1.1 Instrumentos de Política Monetaria**

Los instrumentos de regulación de la liquidez constituyen un componente fundamental en el esquema de política monetaria del banco central. Es por ello que para comprender el papel que desempeñan en el manejo de la política monetaria, es necesario realizar una breve caracterización del esquema de política monetaria y de sus componentes. A continuación, se hace referencia al debate existente en torno al empleo de instrumentos directos e indirectos. Finalmente son

abordados desde la teoría macroeconómica tradicional los principales elementos teóricos del encaje legal y la tasa de descuento, lo cual servirá de base para demostrar las ventajas de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) respecto a estos instrumentos.

### 1.1.1 Esquema de Política Monetaria

Los bancos centrales implementan su política monetaria a través de lo que se conoce como esquema de política monetaria<sup>1</sup>. El esquema incluye los objetivos, los indicadores y los instrumentos de política monetaria (Ver Figura 1).



*Fuente: Elaboración propia a partir de la bibliografía consultada*

Como muestra la figura anterior, los bancos centrales no pueden incidir directamente en sus objetivos finales. Es por ello, que para llevar a cabo su política monetaria con el propósito de lograr determinadas metas u objetivos, 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<sup>2</sup> con las variables que constituyen objetivos finales de política monetaria. (Pérez, 2011)

Es importante señalar, que transcurre un período de tiempo entre el momento en que se maniobra con los instrumentos y el momento en que se ven afectados los

<sup>1</sup> En la literatura algunos de los esquemas de política monetaria más reconocidos son: Esquema de Metas Intermedias e Inflation Targeting, aunque también se define un tipo de estrategias mixtas. Cada banco central particulariza este esquema según sus metas finales, características de la economía en que opera, etc. (Vidal, 2007)

<sup>2</sup> 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 las tasa de interés de corto plazo." (Villalobos, Torres, & Madrigal, 1999, pág. 3)

objetivos finales, lo que debe ser tomado en cuenta a la hora de diseñar una política monetaria determinada.

El diseño de la política monetaria está fuertemente influido por el entorno económico e institucional, lo que determina además, la forma en que la política se transmite desde que el banco central opera por medio de un instrumento determinado, hasta las variables definidas como objetivos finales. Es decir, las condiciones económicas e institucionales de un país influyen necesariamente en el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Según Usosky (2008) en la elección de la política monetaria por parte del Banco Central influyen una serie de factores entre los que se encuentran: tipo de economía nacional (economía de mercado, economía centralizada, economía en transición), el grado de rigidez de las restricciones presupuestarias para bancos y empresas, el peso del componente social en la estructura de la economía nacional, la configuración de un mercado financiero y las particularidades de su funcionamiento, el volumen y la calidad de los vínculos entre el mercado doméstico y el mercado mundial, etc.

Los esquemas de política monetaria están compuestos por varios componentes.

#### *Objetivos finales*

Los objetivos finales que debe trazarse la política monetaria es un tema ampliamente debatido en la literatura macroeconómica. A pesar de ello existe mayor consenso en cuanto a que la política monetaria debe ser considerada como una política de estabilización, lo que reconoce sus restricciones para incidir en el sector real de la economía a largo plazo, y la distingue de las políticas de tipo estructural que pueden tener una influencia más directa sobre los sectores de la economía real.

En este sentido, la literatura económica ha identificado como objetivos más importantes de política monetaria mantener la estabilidad del producto, del empleo y de los precios. En ocasiones, también se incorporan otros objetivos como

pueden ser la estabilidad del tipo de cambio, de las tasas de interés y del sistema financiero.

Cuando los bancos centrales se fijan como objetivo final la estabilidad del producto y del empleo, se está reconociendo que la política monetaria contribuye a que la economía se mantenga cerca del producto potencial, que es aquel que garantiza el pleno empleo o la tasa natural de desempleo. La autoridad monetaria, expandiendo o contrayendo la demanda agregada puede ayudar a suavizar los ciclos económicos, y a reducir y hacer menos agudos los períodos recesivos, lo que permite obtener una senda de crecimiento económico más estable y evitar períodos de elevado desempleo. (Vidal, 2007)

Por otra parte, cuando los bancos centrales establecen la estabilidad de precios como objetivo final, su tarea está encaminada a evitar tanto altos como bajos niveles de inflación. Elevados niveles de inflación perjudican la inversión, el incentivo a ahorrar y las decisiones a largo plazo por la carencia de certidumbre, además puede generar caos y desorganización económica, provocando incluso que el dinero pierda parte de sus funciones. A su vez, bajos niveles de inflación (deflación) afectan el crecimiento económico, el nivel de empleo y el sistema financiero (Pérez, 2011).

En los últimos años, cada vez es más común que los bancos centrales se concentren en alcanzar la estabilidad de precios. El cambio de orientación de la política monetaria en la mayoría de los bancos centrales responde a cuatro razones fundamentalmente. En primer lugar, la adopción de un único objetivo ayuda a consolidar la independencia de los bancos centrales (Orellana, Lora, Mendoza, & Boyán, 2000); en segundo lugar, debido a que la estabilidad monetaria de un país es un factor de gran importancia que contribuye al logro del resto de los objetivos, incluyendo el crecimiento económico (Pastor & Mesía, 1999); en tercer lugar, debido a la ventaja comparativa que presentan los bancos para afectar los precios en el largo plazo antes que la producción y el empleo; y en cuarto lugar, a que la mayoría de los objetivos que pudieran ser adoptados

implican decisiones que pueden ser inherentemente discrecionales, así como *trade-off*.

El conflicto entre objetivos finales más tratado en la literatura es el que se deriva de la Curva de Philips, asociado a la imposibilidad de alcanzar de manera permanente y simultánea altos niveles de producción (bajo desempleo) y mantener bajos niveles de inflación. Intentar alcanzar estas metas de conjunto, provoca una aceleración de la inflación y destruye la efectividad de la política monetaria en el corto plazo. Esto es justamente lo que ocurrió en los países industrializados en las décadas de los 60's y 70's, que dio lugar a múltiples episodios inflacionarios y de elevado desempleo (estanflación).

#### *Indicadores intermedios y operativos*

Anteriormente se había mencionado que los bancos centrales no pueden incidir directamente en los objetivos finales, es por ello que una gran parte de estos establecen indicadores operativos e intermedios que les permitan alcanzar dichos objetivos.

Para la selección de estos indicadores es necesario considerar dos aspectos fundamentales; el primero está asociado a que las variables operativas e intermedias deben proveer señales sistemáticas que permitan evaluar si la conducción monetaria es correcta, es por ello que el banco central debe contar con información rápida y confiable sobre estas variables respecto a los objetivos finales. El segundo aspecto se refiere a la necesidad de evitar la incompatibilidad de los indicadores propuestos, ya que desde el punto de vista monetario no todo se puede alcanzar a la vez. (Pérez, 2011)

Las variables seleccionadas como metas intermedias (tipo de cambio, agregados monetarios, tasas de interés de corto y largo plazo) deben estar fuertemente correlacionadas con los objetivos finales, tener un efecto predecible y estable sobre los objetivos definidos, y ser fácilmente controlables y observables por la autoridad monetaria. Si bien los bancos centrales siempre utilizan explícita o implícitamente metas operativas, no tienen que definir necesariamente indicadores

intermedios. Sin embargo, definir metas intermedias tiene la ventaja de informar al público las intenciones del banco central y por consiguiente contribuye a la transparencia de la política monetaria. A su vez, tiene como desventaja que generalmente el vínculo entre el objetivo intermedio y el objetivo final es inestable, lo que conduce a la necesidad de llevar a cabo modificaciones frecuentes en su magnitud, lo cual podría afectar la credibilidad. (Orellana et al., 2000)

Por su parte, las metas operativas (tasas de interés del mercado monetario, reservas bancarias) son más sensibles a los instrumentos de política, por lo que deben guiar a las metas intermedias. El banco central debe tener un control efectivo y estricto sobre estas metas o indicadores operativos, y además deben ser cuantificables de forma rápida y precisa. La selección de los indicadores operativos está determinada por los indicadores intermedios seleccionados. (Pérez, 2011)

### *Instrumentos*

Los instrumentos de política monetaria son herramientas que posee el banco central para modificar las condiciones financieras y alcanzar los objetivos definidos. Los instrumentos deben posibilitarle a la autoridad monetaria afectar de manera directa los indicadores o variables que están relacionados mediante algún canal con las variables objetivos finales establecidas.

La relación existente entre instrumentos y objetivos de política monetaria fue tratada por autores como Jan Tinbergen y Robert Mundell. En 1952, J. Tinbergen planteó el siguiente principio: para alcanzar un número determinado de objetivos, las autoridades requieren de igual número de instrumentos de política independientes entre sí. Según Tinbergen, es necesario tener tantos instrumentos independientes como objetivos se pretenda alcanzar. Es decir, se trata de resolver un sistema en el que cada instrumento responde a cada objetivo con cierto coeficiente de reacción. Cuando el modelo es lineal, si el número de instrumentos independientes es menor que el número de objetivos, el sistema no tendrá solución. Si el número de instrumentos es igual al número de objetivos, entonces

existe una solución única y determinada; y si hay más instrumentos que objetivos las soluciones posibles serán múltiples. Los instrumentos tienen que ser independientes, porque de lo contrario el sistema queda indeterminado. (Tinbergen, 1961)

Por su parte, Robert Mundell elaboró el principio de la efectiva clasificación de los mercados, que plantea: *“cada instrumento de política económica debe asignarse a corregir el desequilibrio del objetivo de política sobre el cual opera con mayor efectividad relativa”* (de Pablo, 1978, pág. 119). Mundell establece que el principio de Tinbergen es una condición necesaria pero no suficiente, ya que no basta con tener un instrumento para cada objetivo, sino que hay que aplicar a cada objetivo el instrumento más eficaz.

Los instrumentos de política monetaria se pueden clasificar en directos e indirectos. A continuación se presenta un análisis de la polémica existente en cuanto a qué tipo de instrumentos es mejor emplear.

### **1.1.2 Debate entre instrumentos directos e instrumentos indirectos**

Con el transcurso del tiempo la política monetaria ha ido evolucionando y adquiriendo mayor complejidad, a la misma vez ha sido necesario ir transitando del uso de instrumentos administrativos (directos) a instrumentos más flexibles (indirectos) que le conceden mayor importancia a los mecanismos de mercado. A pesar de esta tendencia de cierta forma generalizada, de sustituir instrumentos directos por indirectos, los primeros todavía siguen siendo aplicados en algunos países y bajo circunstancias especiales.

Los instrumentos directos son aquellos que establecen un control vertical o administrativos sobre diferentes variables, es decir, constituyen directivas que suministra el banco central para controlar las tasas de interés, los depósitos, 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, 1996).

Los instrumentos directos se usan fundamentalmente en países donde existen sistemas bancarios regulados y poco desarrollados, ya que en este tipo de sistemas financieros los instrumentos administrativos pueden constituir la única alternativa o la forma más adecuada que poseen los bancos centrales para llevar a cabo la política monetaria. El insuficiente desarrollo de los sistemas financieros, puede provocar que los mecanismos de transmisión que emplean instrumentos indirectos no funcionen correctamente o de la manera más efectiva posible, siendo los instrumentos directos la vía más apropiada y segura para alcanzar los objetivos de política.

En ocasiones los desequilibrios y problemas de una economía son tan graves, que no se pueden manejar con el uso exclusivo de instrumentos indirectos. Es por ello que en épocas de crisis los instrumentos directos representan una manera muy conveniente para que los bancos centrales manejen 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.

A pesar de las ventajas de los instrumentos directos, su empleo genera 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:

- Restringen la eficiencia del sistema financiero. Los instrumentos directos actúan como impuestos similares que se le aplican a todos los bancos sin mirar sus resultados o trayectoria, es decir, no hacen distinción entre los agentes más y menos eficientes, lo que constituye un desincentivo al incremento de los niveles de eficiencia por parte de las instituciones financieras<sup>3</sup>. Además, el uso de este tipo de instrumento limita la

---

<sup>3</sup> Por un lado, los agentes menos eficientes van a obtener las mismas condiciones que los agentes más eficientes, lo que no los va a incentivar a superar sus bajos niveles de eficiencia; por otro lado, los agentes eficientes se ven estimulados a no esforzarse por serlo, al observar que con menores niveles de eficiencia pueden conseguir las mismas ventajas.

competencia entre los bancos comerciales, ya que el banco central determina centralizadamente variables como las tasas de interés, los niveles de créditos, los depósitos, etc. Según Gray & Talbot (2009), los instrumentos directos 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

- Los costos que estos controles generan son difíciles de cuantificar. Velar por el cabal cumplimiento de las regulaciones directas implica costos importantes derivados de seguir las acciones de los agentes financieros, burocracia, etc. Estos costos además de que pueden ser extremadamente elevados, son difíciles de medir, lo que le resta eficiencia a este tipo de instrumentos.
- Los controles directos a medida que transcurre el tiempo se vuelven menos efectivos porque los agentes tratan de buscar la manera de evadirlos. Un ejemplo de ello, lo constituyen los procesos de innovación financiera desarrollados en la década de los 70. En estos años se generó una contradicción debido a la existencia de rígidas regulaciones nacionales y la desregulación total del mercado internacional, lo que hacía que las primeras fueran fácilmente eludibles (Coq, 2001). En estas condiciones existía un incentivo evidente para el diseño de instrumentos que permitieran esquivar la reglamentación vigente.
- Pueden alentar la desintermediación<sup>4</sup> en los mercados financieros. Cuando el banco central fija centralizadamente las tasas de interés o los niveles de crédito, estos valores pueden estar completamente disociados de las necesidades del mercado, ante esto los agentes buscan vías directas de financiamiento.

---

<sup>4</sup> La desintermediación financiera es el proceso mediante el cual los agentes económicos dejan de utilizar el servicio de intermediarios financieros para realizar los movimientos de sus cuentas financieras. La desintermediación financiera es un fenómeno que supone una caída de la participación relativa de las instituciones bancarias en la intermediación de los flujos financieros acompañada del aumento progresivo de las operaciones gestionadas de manera directa en los mercados. (Ramírez, 2004)

Los instrumentos indirectos se suelen emplear en sistemas financieros desarrollados, que se encuentran en camino a la liberalización, o que simplemente se han propuesto abandonar los mecanismos basados en controles administrativos.

A medida que ha transcurrido el tiempo y se han desarrollado los mercados financieros, la conducción de la política monetaria se ha complejizado, adquiriendo mayor importancia los instrumentos indirectos. Las ventajas derivadas del uso de estos instrumentos hacen que actualmente exista una tendencia notable a su empleo por muchos bancos centrales a nivel internacional.

Los instrumentos indirectos permiten una asignación eficiente del ahorro y 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. Esto evidencia que los instrumentos indirectos permiten alcanzar los objetivos de política monetaria, con mayor eficacia, flexibilidad y con menores costos que los controles administrativos, aunque lo anterior, como ya se mencionó, no quiere decir que se desestime completamente el empleo de instrumentos directos bajo determinadas circunstancias.

Los instrumentos indirectos que más han sido aplicados por los bancos centrales y abordados por la teoría macroeconómica son: el encaje legal o requerimiento de reserva, la tasa de descuento y las Operaciones de Mercado Abierto (OMA). Dentro de este conjunto de instrumentos indirectos, las OMA constituyen el instrumento más eficiente, flexible y eficaz, permitiendo así regular con mayor efectividad la política monetaria.

A continuación se exponen los principales aspectos conceptuales relacionados con el encaje legal y la tasa de descuento, que permitirán demostrar a lo largo del capítulo las ventajas de las OMA respecto a estos instrumentos.

### **1.1.3 El coeficiente de encaje legal y la tasa de descuento**

El coeficiente de encaje legal constituye el porcentaje de los depósitos u obligaciones que los bancos deben mantener como reserva en el banco central. Es decir, el banco central determina la tasa de encaje sobre los depósitos (generalmente a la vista o a plazo fijo) que deben mantener inmovilizados los bancos comerciales, comúnmente en una cuenta en el banco central que puede ser o no remunerada (Vidal, 2007). El encaje legal se utiliza para regular la liquidez del mercado de dinero, porque 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. Es por ello que el encaje legal actúa sobre el multiplicador monetario, a diferencia de la tasa de descuento y de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA), que como veremos más adelante afectan la base monetaria.

El encaje legal además de ser un instrumento regulador de la liquidez, constituye un mecanismo establecido por el banco central para que los bancos comerciales puedan enfrentar los retiros de depósitos de sus clientes en caso de crisis de liquidez sistémica. (Vidal & Hernández, 2002)

La mayoría de los bancos centrales para permitir cierta flexibilidad en el manejo del encaje, han sustituido los regímenes de saldos diarios fijos por los regímenes de encaje promedio. En el primer caso, los bancos comerciales se ven obligados a mantener el mismo nivel de encaje durante todo el período, mientras que en el segundo caso, las instituciones deben cumplir con la tasa de encaje promedio durante el período de cómputo. Esta posibilidad de promediar, compensando posiciones de exceso con posiciones de defecto de encaje en diferentes días, le

da a los bancos comerciales cierta flexibilidad para ajustar sus tenencias de saldos, para resistir o aprovechar presiones puntuales que se puedan generar y volatilidades de las tasas de interés (Consejo Monetario Centroamericano. Secretaría Ejecutiva, 2002).

El encaje legal es empleado en una gran cantidad de países, sobre todo en aquellos que poseen sistemas financieros pocos desarrollados o en desarrollo. Además, como uno de los objetivos del encaje es brindar protección a los depósitos del público, todavía se suele utilizar en aquellas economías con elevados niveles de inflación o donde hay poca credibilidad en el sistema financiero. En los estados donde la moneda local se encuentra desplazada de manera importante por una moneda extranjera, se usan también los requerimientos de reservas sobre los depósitos en moneda extranjera, para evitar afectaciones sobre el tipo de cambio en épocas donde el influjo de capital es importante (León & Quispe, 2010).

El empleo del coeficiente de encaje legal asegura que los bancos comerciales cuenten con la liquidez necesaria ante determinadas dificultades, por lo que previene a los bancos de padecer problemas de solvencia ante fluctuaciones de liquidez. Además, con el uso de este instrumento la autoridad monetaria puede tener un significativo impacto sobre la oferta monetaria.

Sin embargo, en los últimos años se ha reducido el empleo del encaje como instrumento regulador, al respecto autores como Mishkin plantean que *“la herramienta de política consistente en cambiar los requisitos de reservas no es muy recomendable”* (Mishkin, 2008, pág. 385).

Algunas de las desventajas asociadas a la utilización del encaje legal son:

- No puede utilizarse para realizar pequeñas modificaciones en la oferta monetaria, pues un ligero cambio en el encaje ocasiona una considerable variación en la oferta de dinero, lo que hace que este instrumento sea poco flexible para efectuar ajustes ligeros de la liquidez en el corto plazo.

- Su aplicación no tiene resultados inmediatos en la liquidez del mercado de dinero, ya que su impacto principal se da a través del multiplicador monetario y la expansión o contracción del crédito (Pastor & Mesía, 1999). Es decir, cuando se modifican los niveles de encaje, tiene que transcurrir un período de tiempo para que los bancos comerciales reaccionen a tal variación y comiencen a reducir o a incrementar sus préstamos, afectando así los niveles de liquidez del sistema.
- Actúa como un impuesto<sup>5</sup> a la intermediación financiera, lo que puede elevar de manera significativa el costo del crédito<sup>6</sup>, además, de cierta forma castiga a los depositantes porque los bancos tratan de buscar otras fuentes más baratas que los depósitos del público (Pastor & Mesía, 1999). Una buena parte del efecto que tiene este instrumento sobre los bancos comerciales se traslada al público, lo que puede generar un incremento del financiamiento no bancario. También, es importante señalar que al aumentar el margen de intermediación en el sistema financiero (diferencias entre las tasas de interés activas y pasivas), se distorsiona la asignación de recursos y se afecta la competitividad (Vidal, 2007). Tales afectaciones son mayores si el encaje no es remunerado.
- Los bancos buscan alternativas para evadir este tipo de regulaciones, es decir, buscan formas de captación que no se vean afectadas por los requerimientos de reservas.
- Afecta por igual a todos los bancos, a diferencia de las OMA que inciden sobre aquellas instituciones que lo requieran. Esto implica que se vean afectados bancos que no cuentan con suficientes fondos de encaje, los cuales deben disminuir rápidamente sus fondos prestables e incrementar la tasa de interés (León & Quispe, 2010).

---

<sup>5</sup> Los requisitos de encaje imponen un costo sobre el tipo de depósitos sobre los que recaen, por lo que puede ser considerado como un impuesto (vía costo de oportunidad) sobre los mismos, en la medida en que las autoridades monetarias no paguen intereses sobre las reservas requeridas.

<sup>6</sup> Cuando el encaje legal es mayor que las reservas que las instituciones financieras tendrían si no existiera esta regulación, se incentiva a los bancos comerciales a incrementar las tasas activas para compensar la pérdida que representa tener recursos sin rentabilizar.

- Es un instrumento poco flexible debido a que las tasas de encaje no se pueden modificar frecuentemente. Es necesario operar con tasas de encaje anunciadas con antelación, ya que un cambio inesperado puede causar afectaciones en el sistema financiero, debido a que los bancos tienen que realizar ajustes en sus balances<sup>7</sup>. Además, tasas de encaje fluctuantes generan incertidumbre y pueden afectar la competitividad del sector financiero. (Vidal, 2007)
- La aplicación del encaje legal en coyunturas recesivas puede resultar contraproducente. Las crisis económicas han demostrado que este instrumento debe utilizarse con cautela, a fin de evitar la profundización de la recesión. (Ochoa, 2011)

La tasa de descuento es la tasa de interés a la que el banco central le proporciona préstamos al sistema financiero, a través de lo que se conoce como ventanilla de descuento. La ventanilla de descuento constituye el conjunto de operaciones mediante las cuales la autoridad monetaria suministra liquidez a las instituciones financieras. La ventanilla de descuento 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, evitando en muchas ocasiones el temor financiero y con ello las corridas bancarias. En la literatura especializada se reconoce a los préstamos descontados como una manera muy eficaz de proveer reservas a los bancos durante una crisis financiera, porque estas se canalizan inmediatamente a los bancos más necesitados (Mishkin, 2008).

---

<sup>7</sup> Los balances de los bancos se afectan ante movimientos en las tasas de encaje, porque por un lado, este instrumento conlleva a que los bancos se vean de cierta forma obligados a conceder menos créditos y a obtener más depósitos (que no pueden prestar), para cumplir con los requerimientos de reservas obligatorias; y por otro lado, los costos de los bancos comerciales se incrementan lo que los hace menos eficientes.

Los servicios permanentes son considerados como un mecanismo de válvula de seguridad y se establecen normalmente para desalentar su utilización frecuente. 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, el cual permite que las instituciones financieras puedan rentabilizar sus excedentes de liquidez realizando depósitos en el banco central. La tasa de la facilidad de crédito y la tasa de la facilidad de depósito, representan respectivamente el nivel máximo y mínimo para las tasas de interés interbancarias del mercado.

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.

La tasa de descuento además de ser utilizada para asistir a las instituciones financieras ante problemas transitorios de liquidez, se emplea para realizar operaciones monetarias, porque a través de este instrumento se puede afectar la base monetaria y la liquidez en el sistema. Cuando se produce un incremento de la tasa de descuento, se desincentiva a los bancos comerciales a pedir crédito al banco central y se reduce la expansión de la base monetaria. Por otro lado, si la autoridad monetaria está interesada en incrementar la liquidez en circulación, puede reducir la tasa de descuento, porque esto representa un estímulo a los bancos comerciales para ir al organismo central a pedir préstamos para cubrir sus necesidades de liquidez.

Sin embargo, para evitar que las instituciones financieras utilicen la ventanilla de descuento para financiar sus operaciones de tesorería, los bancos centrales establecen una tasa mayor que la existente en el mercado interbancario. Además, es importante reconocer que en determinadas ocasiones, los bancos comerciales evitan utilizar la ventanilla de descuento para solicitar un préstamo, porque esto

puede dar señales al resto del sistema financiero de la existencia de problemas de liquidez o de la imposibilidad de obtener dicho préstamo en el mercado interbancario (Vidal, 2007).

Después de haber realizado un breve análisis de la ventanilla de descuento, es conveniente resumir algunas de sus ventajas más importantes. En este sentido, se puede mencionar que a través de la ventanilla de descuento, el banco central tiene la función de prestamista de última instancia, por lo que se reduce el riesgo de pánico bancario y crisis del sistema de pago. Además, por medio de este instrumento el banco central recibe señales de la situación de liquidez que presentan los bancos comerciales, porque cuando las instituciones bancarias le piden financiamiento al banco central, no solo enfrentan el costo de endeudamiento, sino también el de levantar sospechas en relación a su salud financiera. Por último, los movimientos en la tasa de descuento pueden constituir señales de política.

A pesar de las ventajas de la tasa de descuento como instrumento de regulación monetaria, su empleo también tiene asociado una serie de desventajas, entre las que se encuentran:

- Su utilización genera efectos menos precisos que otros instrumentos como las OMA, porque estimula o desestimula determinadas acciones, pero es muy difícil predecir el volumen del efecto que se logrará<sup>8</sup>.
- No es un instrumento tan flexible y reversible como las OMA, porque no permite afectar la liquidez de manera inmediata y requiere de trámites administrativos, lo que implica costos administrativos y de transacción.
- Incentiva la existencia de riesgo moral en el sistema financiero, porque como existe garantía de rescate a los bancos, estimula a que estos

---

<sup>8</sup> Es decir, si el banco central modifica la tasa de descuento, esto solo afectará los niveles de liquidez del mercado si los bancos comerciales no cuentan con suficiente liquidez para cumplir con los pedidos de créditos de sus clientes y se dirigen al banco central para solicitar un préstamo; de lo contrario, si los bancos comerciales poseen efectivo para responder a las necesidades de sus clientes y no tienen que solicitar créditos al banco central, el movimiento de la tasa de descuento, no tendrá un marcado efecto en los niveles de liquidez del mercado.

enfrenten un mayor riesgo. Es por ello que, la función de prestamista de última instancia enfrenta un *trade-off* entre garantizar la seguridad del sistema financiero y el nivel de riesgo que las instituciones bancarias están dispuestas a asumir para obtener mayores ganancias<sup>9</sup>.

## **1.2 Principales elementos conceptuales de las OMA**

Este epígrafe se concentra en el análisis de los aspectos teóricos de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA), a fin de profundizar en sus particularidades y demostrar sus ventajas comparativas respecto a otros instrumentos de regulación monetaria. Con tal propósito son abordados los elementos conceptuales acerca de las OMA y sus modalidades. Además, se definen sus principales funciones, así como sus ventajas frente a otras herramientas como el encaje legal y la tasa de descuento.

### **1.2.1 Definición conceptual de las OMA**

Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) consisten en la compra o venta de activos financieros (bonos, letras, pagaré), por parte del banco central a los bancos comerciales. Para realizar este tipo de operaciones los bancos centrales suelen seleccionar un conjunto de bancos e instituciones financieras teniendo en cuenta aspectos como: representatividad en el mercado, comportamiento, tamaño, éxito, etc.

Según Ochoa (2011) las OMA son un instrumento de política monetaria basado en la oferta y demanda de títulos valores por parte del banco central, con el propósito de incidir en la regulación (expansión o contracción) de la base monetaria. Lo anterior se traduce en la compra o venta de activos generalmente títulos de deuda pública, con la finalidad específica de ejercer control sobre los medios de pago.

---

<sup>9</sup> Por una parte, los bancos comerciales corren mayores riesgos, porque saben que ante problemas por un inconveniente manejo de la liquidez, tienen grandes posibilidades de ser rescatados por la autoridad monetaria; por otra parte, en situaciones de crisis de liquidez los bancos centrales se ven obligados a conceder ayuda a los bancos (responsables o no), para evitar mayores efectos sobre la economía (expectativas negativas, temor financiero, corridas bancarias, etc).

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 para financiar el déficit fiscal.

Según Dornbusch, Fischer, Startz (2004), el banco central mediante las OMA puede comprar bonos a cambio de dinero, aumentando así la liquidez; o puede vender bonos a cambio de dinero pagado por los compradores, reduciendo de esta forma la cantidad de dinero en circulación.

Cuando se opera con este instrumento se impacta directamente la base monetaria. De esta forma, una compra o venta de bonos afecta la base monetaria y la oferta monetaria a través del multiplicador. Por ejemplo, si se realiza una venta de bonos, se retira liquidez de circulación y por tanto disminuye la emisión primaria y la oferta monetaria, y lo contrario ocurre si se efectúa una compra de bonos. Las OMA permiten regular la liquidez en el sistema financiero y las tasas de interés de corto plazo.

Existen dos tipos de OMA: las operaciones dinámicas de mercado abierto, que se efectúan para modificar los niveles de base monetaria, y las operaciones defensivas de mercado abierto u operaciones de esterilización monetaria, que se realizan para compensar modificaciones exógenas en la base monetaria, como resultado de cambios en las reservas internacionales y en el crédito interno del banco central con el gobierno. (Mishkin, 2008)

Un banco central realiza una intervención esterilizada cuando lleva a cabo operaciones de igual magnitud, pero de signo contrario en el mercado de divisas y en el mercado nacional, para neutralizar el impacto de sus transacciones exteriores sobre la base y la oferta monetaria doméstica<sup>10</sup> (Iunnisi, 2003). Por otra parte, un banco central puede efectuar operaciones de esterilización ante

---

<sup>10</sup> Por ejemplo, si el banco central realiza una intervención comprando moneda extranjera con moneda nacional, puede esterilizar el efecto sobre la base monetaria vendiendo la cantidad equivalente de bonos en moneda doméstica, de esta forma se compensa la variación. Para más detalle véase Anexo 1.

movimientos del crédito interno del banco central con el gobierno, ya que cuando el gobierno tiene una cuenta en el banco central, las extracciones o colocaciones de recursos en esta cuenta tienen un efecto importante en la base monetaria, dado que en el mercado monetario el gobierno es el agente que realiza transacciones de mayores montos (Vidal, 2007).

Las OMA pueden realizarse para suministrar liquidez de forma temporal o permanente. Las OMA transitorias corresponden a la compra/venta temporal de papeles financieros con el acuerdo de realizar la operación inversa en una fecha pactada. Por ejemplo, si el banco central inicialmente ejecuta una compra de títulos, en el período establecido debe revender los títulos a las entidades a las cuales se los compró. Las OMA permanentes son aquellas en las que el banco central realiza una compra/venta de títulos de manera definitiva y la liquidez queda en poder del público (inyección de liquidez) o del banco central (extracción de liquidez) de forma permanente.

Existen OMA regulares e irregulares. Las operaciones regulares se efectúan periódicamente y participan diferentes agentes financieros en las mismas condiciones. Las operaciones irregulares se realizan con propósitos de sintonización fina o en respuesta a una coyuntura especial, a través de estas operaciones se trata de afectar la liquidez del mercado monetario mediante transacciones con contrapartes específicas, ya sea en los mercados monetarios, en los mercados de valores o en los mercados de divisas. (Orellana et al., 2000)

Para profundizar en los aspectos relacionados con las OMA, es importante señalar que las modalidades más conocidas son (Pastor & Mesía, 1999):

- Las operaciones de compra y venta definitiva de valores del gobierno y del propio banco central.
- Las operaciones de reporto.
- 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.

*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 en el mercado de dinero. Por ejemplo, si la autoridad monetaria quiere retirar liquidez del sistema puede realizar una venta definitiva de bonos. El uso más frecuente de estas operaciones radica en afectar directamente los precios de los activos del gobierno, de ahí que su propósito fundamental sea ofrecer señales al mercado sobre la tendencia experimentada por las tasas de interés.

*Las operaciones de reporto* consisten en que el banco central (reportador) realiza una compra o venta de valores a agentes autorizados (reportado), con el acuerdo de realizar la operación inversa en una fecha preestablecida. Por ejemplo, si el banco central quiere retirar liquidez del sistema solo durante un período determinado, puede realizar una venta en reporto, si por el contrario, quiere inyectar liquidez temporal en la circulación puede llevar a cabo una compra en reporto.

Los valores con los que usualmente opera el banco central en este tipo de operaciones son los emitidos por el gobierno, por la propia autoridad monetaria y también se emplean otros de alta calidad de crédito.

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 precios de compra y venta son establecidos desde el momento inicial. Es por ello que aunque el precio de mercado del título que se negocia puede ser importante para determinar el monto de la operación, su precio de mercado al vencimiento puede resultar irrelevante, porque en el momento inicial, queda determinado el precio del reporte al vencimiento, así como los márgenes de garantía. (Pastor & Mesía, 1999)

Los plazos comunes de estas operaciones se extienden desde un día útil a una semana, aunque estos plazos se pueden prolongar (Roselló, 2013). En muchos países el reporto se emplea para proveer liquidez intradiaria al sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR)<sup>11</sup> (Gray, 2003).

Las operaciones de reporto se utilizan ampliamente en los mercados financieros como alternativa a los préstamos garantizados, ya que pueden desempeñar la misma función económica, pero los reportos ofrecen más seguridad y flexibilidad.

El reporto otorga al prestamista un mejor acceso a garantías y un mayor derecho legal sobre los títulos. Aunque los títulos comprometidos en un préstamo garantizado deben proteger al proveedor de fondos del incumplimiento, porque el mismo obtiene pleno derecho legal sobre los títulos en caso de litigio, este proceso puede resultar costoso y consumir mucho tiempo. Sin embargo, con el empleo del reporto, desde el inicio los títulos pertenecen al proveedor de fondos, por lo que pueden ser vendidos en cualquier momento, lo que le permitirá recuperar su dinero.

Las operaciones de reporto son más flexibles que los préstamos garantizados ya que mantienen la liquidez y permiten su cobertura. Esta flexibilidad permite incrementar la eficiencia de las operaciones del banco central en el mercado. Como el reporto facilita las operaciones de préstamos seguros, contribuye considerablemente al desarrollo de los mercados interbancarios. (Gray, 2003)

Las operaciones de reporto constituyen una fuente ágil de financiamiento para atender requerimientos de liquidez sin que las entidades financieras tengan necesidad de deshacerse de los valores en cartera (Orellana et al., 2000). Es por ello que el reporto constituye el instrumento más común en el mercado de dinero para afectar la liquidez del sistema financiero en el corto plazo.

---

<sup>11</sup> El sistema LBTR es un sistema central administrado por la autoridad monetaria, que permite la liquidación en tiempo real de las operaciones efectuadas, empleando cualquiera de los instrumentos de pagos en uso. Este sistema procesa y liquida de forma individual y en el menor tiempo posible, las instrucciones interbancarias de transferencias de fondos remitidas por cada participante. La automatización de los sistemas de pagos bajo esta modalidad ofrece un mecanismo eficiente para mitigar riesgos sistémicos y de liquidez durante el proceso de liquidación.

Otra de las formas más conocidas de OMA son *las subastas de créditos del banco central o depósitos en el banco central*. Si 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)

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. Cuando se realiza una compra de moneda extranjera, se inyecta liquidez en moneda local, lo contrario ocurre cuando la autoridad monetaria efectúa una venta de moneda extranjera (Pastor & Mesía, 1999). Es por ello que con este tipo de operaciones no solo se afecta la demanda u oferta de moneda extranjera, sino también la base monetaria.

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. En tal situación, los montos de emisión primaria pueden poner en riesgo un programa monetario definido si el banco central no cuenta con otros instrumentos que puedan ser empleados con fines de esterilización para contrarrestar los efectos dañinos de corto plazo de una entrada o salida de capitales. (Pastor & Mesía, 1999)

*Las operaciones de compra al contado y venta a futuro de moneda extranjera o swaps de moneda*, constituyen otra de las modalidades más conocidas de OMA. Las operaciones swaps consisten en realizar compras temporales de moneda extranjera con el compromiso de reventa a un tipo de cambio acordado en el momento de la operación. El tipo de cambio pactado puede ser definido

directamente o propuesto por el solicitante por medio de una subasta<sup>12</sup>. 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 cambiario. (Pastor & Mesía, 1999)

Cuando las instituciones financieras carecen de liquidez y no tienen acceso al mercado interbancario<sup>13</sup>, una alternativa podría ser realizar la venta de determinados activos (moneda extranjera). Sin embargo, para no deshacerse de estos activos, puede venderlos con un compromiso de recompra, lo que le concedería un tiempo prudencial para solucionar sus problemas de liquidez. (Pastor & Mesía, 1999)

### **1.2.2 Funciones de las OMA. Principales ventajas**

Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) constituyen un factor regulador que actúa desde el seno del mercado de dinero y en armonía con su dinámica, sin crear restricciones impositivas. La incidencia de las OMA sobre la tasa de interés, el tipo de cambio y la demanda, se alcanza sin generar distorsiones artificiales, ya que se trata de un instrumento basado fundamentalmente en las fuerzas del mercado.

Las OMA de manera adicional a su función reguladora de la liquidez, desempeña otros roles relacionados con diversos factores de la economía: *“en cuanto a las tasa de interés en el corto y el largo plazo, reduciendo o incrementando la presión sobre la liquidez en el sistema financiero; en cuanto al multiplicador monetario, por*

---

<sup>12</sup> Aunque las subastas de créditos y depósitos constituyen una modalidad de OMA, en algunos países se suelen realizar otro tipo de subastas para determinar la tasa de interés o el tipo de cambio en otras modalidades de OMA (operaciones de reporto, operaciones swaps, etc.). Es decir, las subastas también se utilizan como un mecanismo para determinar el precio de los valores que se negocian a través de OMA.

<sup>13</sup> Ello puede ocurrir debido a que sean instituciones que tengan poca importancia, o que no cumplan con los colaterales o requisitos que exigen el resto de los bancos para conceder préstamos. También, pueden ser bancos que hayan presentado una trayectoria desfavorable, o que tengan problemas en sus balances, etc.

*el incremento en la oferta de fondos en el resto de la economía e incluso sobre agregados de dinero más amplio” (Ochoa, 2011, pág. 11).*

Otra de las funciones específicas asociada a las OMA según (Ochoa, 2011) son:

- El Banco Central puede ejercer control monetario, contrarrestando cualquier tendencia inflacionaria o deflacionaria en el medio circulante, que afecte los programas de crecimiento y producción en el esquema económico.
- Fomenta la inversión de capital privado en títulos y de esta forma influye en el ahorro de recursos.
- Se puede aumentar la liquidez o equilibrar los precios de los documentos seleccionados para tales operaciones, de acuerdo con las leyes de la oferta y la demanda.
- Contribuye al logro de objetivos de política monetaria a nivel nacional, en desarrollo del principio de coordinación.

Las OMA constituyen en la actualidad el instrumento más utilizado a nivel internacional por los bancos centrales para regular la cantidad de dinero en circulación. Su popularidad radica en las ventajas comparativas que presentan respecto a otros instrumentos como el encaje legal y la tasa de descuento.

Las OMA son un instrumento muy flexible y preciso, y por tanto se pueden acomodar fácilmente a las necesidades del mercado. Esto se puede apreciar con lo planteado anteriormente sobre las modalidades de OMA, ya que estas operaciones pueden ser empleadas en diferentes plazos de tiempo (pueden ser temporales o permanentes), utilizando cualquier monto y varios tipos de activos, incluso monedas extranjeras.

Las OMA constituyen una herramienta mucho más flexible y eficaz que otros instrumentos como el encaje legal y la tasa de descuento, que son más rígidos, y en consecuencia no consultan el factor volitivo, elemento que representa una constante en el manejo de las OMA, ya que revisten el carácter de contratos financieros de colocación o compra de valores en el mercado secundario. La flexibilidad de las OMA permite modificar cuando sea preciso, las condiciones de

los títulos que se negocian para regular rápidamente cambios en las condiciones de liquidez, a la vez esto permite diversificar las opciones de mercado. (Ochoa, 2011)

Este instrumento es fácilmente reversible, por lo que el banco central puede realizar rápidas correcciones en caso de algún error cometido en la estimación de las necesidades de liquidez del mercado. El impacto de las OMA se refleja en la base monetaria, a diferencia del encaje legal que afecta al multiplicador, lo que hace que los efectos de las OMA sean más predecibles y precisos. Con respecto a la tasa de descuento, las OMA generan efectos más exactos, porque cambios en la tasa de descuento estimula o desestimula determinadas acciones, pero es muy difícil determinar el volumen del efecto exacto que se logrará.

El banco central puede tener completo control sobre el monto de OMA en el mercado, porque es la propia autoridad monetaria quien determina los niveles de inyección o extracción de liquidez. Las OMA se realizan por decisión del banco central, a diferencia de la tasa de descuento que depende más de las iniciativas y necesidades de los bancos comerciales. Estas operaciones pueden realizarse frecuentemente y en la cantidad que se desee.

El impacto de las OMA sobre las condiciones de liquidez es inmediato. Además, el empleo de estas operaciones no implica trámites administrativos ni costos de transacción, por lo que no afecta los niveles de eficiencia del sistema financiero. Las OMA son un instrumento desprovisto de rigideces impositivas.

Este instrumento agiliza y diversifica el mercado monetario, constituyendo una técnica más adecuada para promover la competencia financiera. Las OMA se basan en el mercado, por lo que generan cambios más rápidos en las tasas de interés y en los agregados monetarios, sin provocar en el sistema distorsiones artificiales. Como la inversión en los valores comercializados mediante OMA es voluntaria y se realiza de conformidad con las reglas del mercado, su efecto no genera externalidades negativas (Ochoa, 2011).

Las OMA contribuyen a diversificar las formas de captación y brindan liquidez secundaria, por lo que este instrumento tributa notablemente al desarrollo del mercado. Además, a través de los títulos que se negocian mediante OMA se captan recursos de corto plazo que de otra forma podrían incrementar el ritmo de gasto privado e influir en la estabilidad de los precios; a su vez, estas operaciones permiten acumular reservas internacionales en caso de que el país lo requiera.

Algunos autores<sup>14</sup> señalan la importancia de emplear las OMA como instrumento fundamental de política, debido a que consideran que la experiencia de operar activamente con el encaje legal no ha sido efectiva debido a su inflexibilidad. Al respecto Ramírez (1985, pág. 101 citado por (Ochoa, 2011)) plantea que: *“el manejo de la política monetaria en los últimos años muestra cómo, ni siquiera encajes marginales del 100% son suficientes para controlar el crecimiento de los medios de pago, y que hay necesidad de recurrir a operaciones de mercado abierto como la realizada indirectamente con los certificados de cambio. Se debe tener en mente para el futuro de la política monetaria que el encaje debe ser lo más estable posible y que se deben utilizar las operaciones de mercado abierto para cubrir las fluctuaciones de corto plazo en el volumen de las reservas de los bancos comerciales.”*

Las OMA pueden ser un instrumento muy útil en aquellos países donde el banco central participa en el mercado de deuda pública o donde se monetiza el déficit fiscal, ya que le permiten al mismo efectuar intervenciones esterilizadas para compensar modificaciones en la base monetaria, es decir, la autoridad monetaria mediante este instrumento puede realizar financiamiento no inflacionario.

Los planteamientos anteriores permiten afirmar que las OMA constituyen el instrumento de control monetario más efectivo y menos propenso a generar distorsiones en el mercado financiero. Sus ventajas son notables respecto al coeficiente de encaje legal y la tasa de descuento, ya que a través de las OMA se puede conducir la política monetaria con mayor precisión, eficiencia y flexibilidad.

---

<sup>14</sup> Véase Mishkin (2008) y Ochoa (2011).

## Capítulo 2: Experiencias internacionales en la utilización de las OMA

Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) surgen en Inglaterra en 1696. La base para el surgimiento de estas operaciones fue la disputa teórica entre las doctrinas *Currency Theory* y *Banking Theory*, donde el punto central de discusión era el papel y las funciones que debía asumir el banco central<sup>15</sup>. En este contexto, las OMA se establecieron como un medio de regulación de la liquidez en circulación, mediante la emisión de *exchequer bill*<sup>16</sup>. Con tal decisión se tomó partido a favor de las ideas expuestas por la *Banking Theory*, que defendía la liberalización de los medios de pago, como vía para canalizar la liquidez desde sectores superavitarios a sectores deficitarios que necesitaran financiamiento para impulsar el crecimiento económico. (Ochoa, 2011)

La evolución histórica de las OMA arriba a un momento cumbre en 1913 en Estados Unidos. Como resultado del debilitamiento de la banca norteamericana respecto a la europea, se aprueba la Ley de Reserva Federal, la cual autorizó a los bancos a comprar y vender títulos con el propósito de incidir en el entorno monetario. Se considera que Estados Unidos es el país más desarrollado en el empleo de estas operaciones, debido al impulso y utilización histórica del instrumento, en el marco de condiciones propicias para su eficacia. (Ochoa, 2011)

Las OMA representan en la actualidad un instrumento muy socorrido por los bancos centrales a nivel internacional. Si bien este instrumento presenta sus particularidades en función de las características propias de cada economía, el análisis de experiencias en el empleo de OMA, puede aportar enseñanzas de gran utilidad para la futura implementación de estas operaciones en Cuba.

---

<sup>15</sup> Al respecto, la primera escuela planteaba que la autoridad monetaria debía controlar el circulante como un todo sistémico, y por otra parte, la segunda doctrina era partidaria de que el banco central debía controlar el crédito mediante el financiamiento de actividades productivas. (Ochoa, 2011)

<sup>16</sup> Los *exchequer bill* representaron mecanismos de pago que sustituyeron el efectivo de una forma más elástica.

En correspondencia con lo planteado por el segundo objetivo de investigación, este capítulo se dedica al estudio de prácticas internacionales en la utilización de OMA. Para ello en el primer epígrafe, se estudia la implementación de este instrumento en países latinoamericanos, mientras que en el segundo epígrafe se examina la experiencia de países exsocialistas de Europa del Este. Ambos referentes pueden permitir extraer lecciones para el empleo de las OMA por el Banco Central de Cuba (BCC).

## **2.1 Experiencias de países latinoamericanos**

En este epígrafe se analizará cómo han sido implementadas las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) en República Dominicana y Costa Rica. Se han seleccionado estos países porque presentan características similares a Cuba: son economías pequeñas y subdesarrolladas, presentan un desarrollo relativamente bajo del sistema monetario y financiero, tienen una estructura sectorial similar por el predominio del sector de los servicios. Además, el caso de República Dominicana resulta interesante porque la utilización de instrumentos indirectos por parte del Banco Central se inició a comienzos de la década pasada, es decir, el empleo de este tipo de instrumento es bastante reciente en comparación con la práctica internacional.

### **2.1.1 OMA en República Dominicana**

El Banco Central de República Dominicana (BCRD) fue creado el 9 de octubre de 1947, e inició sus operaciones el 23 de octubre del mismo año, instituyéndose como una entidad descentralizada y autónoma. Los objetivos del BCRD han estado enfocados a: garantizar la estabilidad de precios, asegurar la apropiada regulación del sistema financiero y el adecuado funcionamiento de los sistemas de pagos. (Banco Central de República Dominicana, 2013)

A comienzos de la década pasada se inició en República Dominicana un proceso encaminado a fortalecer el marco institucional de la política monetaria para transitar hacia un nuevo esquema (Esquema de Metas de Inflación). Como parte de este proceso se enunció la Ley No.183-02 que aprueba la Ley Monetaria y

Financiera, la cual promovía avances importantes en el manejo monetario (Banco Central de 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 a instrumentos indirectos. Desde ese entonces, las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) constituyen uno de los instrumentos empleados por el Banco Central para conducir su política monetaria.

El manejo de las OMA en República Dominicana, se encuentra regulado por el Código Monetario y Financiero (2007). En función de ello, el Banco Central puede realizar estas operaciones exclusivamente con entidades de intermediación financiera e inversionistas institucionales. 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. Además, está legislado que para que el Banco Central efectúe una emisión de valores para implementar las OMA, es necesario que cuente con una previa autorización de la Junta Monetaria<sup>17</sup>.

El BCRD únicamente puede realizar la compra de títulos de deuda pública para sus OMA en el mercado secundario, y deben ser títulos que hayan sido emitidos como mínimo un año antes de ejecutar la operación<sup>18</sup>. (Banco Central de República Dominicana, 2007)

La Junta Monetaria, puede como último recurso, después de que el Gobierno haya realizado todos los esfuerzos para obtener financiamiento, autorizar al Banco Central a conceder créditos al Gobierno a través de préstamos o de la adquisición de bonos, valores o documentos representativos de deuda. Una condición<sup>19</sup>

---

<sup>17</sup> La Junta Monetaria representa el órgano superior del BCRD. Entre sus atribuciones se encuentran: determinar las políticas monetaria, cambiaria y financiera, aprobar el Programa Monetario, aprobar los presupuestos del Banco Central, entre otras. (Banco Central de República Dominicana, 2007)

<sup>18</sup> Con excepción de algunos títulos como: cesión de bonos emitidos por el Gobierno en moneda nacional a un plazo no menor de cincuenta años, cesión de los fondos obtenidos por el Gobierno a través de financiamiento internacional de largo plazo y una combinación de las anteriores. (Banco Central de República Dominicana, 2007)

<sup>19</sup> Otras condiciones que se deben cumplir son: que se declare al país en estado de emergencia por motivos vinculados a la seguridad nacional o a catástrofes y que la tasa de interés de la transacción no sea inferior a la existente en el mercado.

indispensable para efectuar tal financiamiento es que la transacción se ejecute por medio de instituciones financieras. (Banco Central de República Dominicana, 2007)

El Código Monetario y Financiero (2007) define que la concesión de créditos del Banco Central al Gobierno o a otras instituciones públicas, directa o indirectamente a través de instituciones financieras o mediante contratos, no se puede efectuar a precios que estén orientados a subvencionar o favorecer a una institución pública. Esta medida constituye una forma de evitar la existencia de operaciones cuasifiscales.

Las OMA constituyen uno de los instrumentos más importantes con los que opera el BCRD, las mismas han sido empleadas en múltiples ocasiones para manejar la política monetaria a fin de enfrentar diferentes problemas generados en la economía.

En tal sentido, se destaca la utilización de las OMA en el año 2003 para afrontar la crisis bancaria desatada en el país. Desde el año 2002 existía una preocupante situación de inestabilidad en algunos de los bancos más importantes de República Dominicana (Baninter<sup>20</sup>, Bancrédito y Banco Mercantil). Ante tal escenario, se generaron rumores sobre las desfavorables condiciones del sistema bancario y expectativas negativas en los agentes, lo que condujo a presiones inflacionarias y cambiarias. Para evitar que las expectativas tuvieran efectos mayores sobre el sistema bancario y la economía en general, el Banco Central efectuó OMA al retomar la colocación de certificados de inversión al público<sup>21</sup> como instrumento de política. (Banco Central de República Dominicana, 2003)

---

<sup>20</sup> El BANINTER, o también conocido como Banco Intercontinental, fue la mayor entidad bancaria en República Dominicana hasta el momento de su colapso en el año 2003.

<sup>21</sup> El Banco Central se concentró en crear este instrumento dirigido al público, porque las presiones inflacionarias y cambiarias fueron catalizadas por el segmento de la población con acceso preferencial al crédito y a la información, que reaccionó acelerando el proceso de sustitución de moneda local por extranjera y trasladando parte de sus inversiones de cartera al exterior. (Banco Central de República Dominicana, 2003)

Además, en estas condiciones el Banco Central se vio obligado a brindar ayuda a estos bancos para tratar de rescatarlos de la crisis en que se encontraban. Como consecuencia de este rescate financiero, la emisión monetaria se incrementó<sup>22</sup>, a pesar de que se realizaron esfuerzos para esterilizar los niveles de liquidez. Los intentos para esterilizar los excesos de liquidez involucraron OMA, mediante la colocación directa de certificados de inversión, a través del mecanismo de subastas competitivas<sup>23</sup> disponibles para bancos múltiples, inversionistas institucionales y el público en general. (Banco Central de República Dominicana, 2004)

Los esfuerzos realizados por la autoridad monetaria, no evitaron la quiebra del BANINTER, asimismo fue necesario realizar la venta de Bancrédito y Banco Mercantil. No obstante, las OMA dirigidas a extraer la liquidez excedente, mediante la colocación de certificados de inversión, contribuyeron a preservar la tendencia ascendente de la tasa de interés (Ver Anexo 2), con los propósitos de enfrentar la depreciación sufrida por la moneda nacional (peso dominicano) y evitar mayores presiones inflacionarias.

El ejemplo anterior evidencia que en este período las OMA fueron utilizadas por el BCRD para controlar expectativas negativas y esterilizar la liquidez existente, logrando así evitar mayores efectos sobre el tipo de cambio y los precios domésticos.

En el año 2012 se evidenció también, otra situación en la que el BCRD acudió a las OMA para manejar el entorno económico existente en el país. A inicios de este año, la economía dominicana experimentó un crecimiento económico por debajo de su potencial, junto a bajas presiones inflacionarias. Además, durante los primeros meses del año las tasas de interés del sistema financiero (tasas activas) se mostraron elevadas, influyendo en la desaceleración de los préstamos al sector privado.

---

<sup>22</sup> El rescate financiero representó en diciembre del 2003 el 20,3% del PIB. El incremento de la liquidez fue de 101,6% respecto al año anterior. (Banco Central de República Dominicana, 2004)

<sup>23</sup> Las subastas competitivas son un mecanismo mediante el cual los participantes en una licitación indican el monto y el precio de sus ofertas de compra o venta de títulos valores.

En tales condiciones y con la intención de mejorar los niveles de crecimiento económico, se implementaron políticas expansivas mediante OMA. En este sentido, se efectuó una menor recolocación de vencimientos a través de las subastas de letras del BCRD, y una menor esterilización parcial de los intereses sobre títulos negociados por medio de OMA. (Banco Central de República Dominicana, 2012)

Como resultado de tales políticas, se observó una aceleración en las tasas de crecimiento de los agregados monetarios y se produjo una disminución de las tasas de interés activas y pasivas (Ver Anexo 3). Esta desaceleración en las tasas nominales<sup>24</sup>, generó una reducción gradual en las tasas de interés reales, lo que favoreció los esfuerzos por reactivar la producción en la esfera real, ya que se expandieron los préstamos al sector privado<sup>25</sup>. (Banco Central de República Dominicana, 2012)

De forma general, la economía dominicana a partir del tercer trimestre del 2012 registró un crecimiento superior al experimentado en los trimestres anteriores de este mismo año (Ver Anexo 4) y se comenzaron a revertir las bajas presiones inflacionarias observadas desde el año 2011 (Ver Anexo 5). Los resultados anteriores permiten afirmar que a través de las OMA se lograron cumplir de forma más efectiva los objetivos de política monetaria y se alcanzaron resultados favorables para la economía.

### **2.1.2 OMA en Costa Rica**

El 27 de enero de 1950 se crea el Banco Central de Costa Rica (BCCR), a partir de la separación jurídica, administrativa, financiera y funcional del Departamento de Emisión del Banco Nacional de Costa Rica (Banco Central de Costa Rica, 2013). Los objetivos del BCCR han estado dirigidos a mantener la estabilidad

---

<sup>24</sup> Junto a expectativas de inflación ancladas en torno a la meta anunciada. (Banco Central de República Dominicana, 2012)

<sup>25</sup> Se incrementaron sobre todo los préstamos destinados al consumo y a la adquisición de viviendas. A finales del año 2012 el crédito en moneda nacional al sector privado aumentó en un 3,9%. (Banco Central de República Dominicana, 2012)

interna y externa de la moneda, así como asegurar su convertibilidad. (Lizano, 2007)

El BCCR para implementar su política monetaria utiliza dos grupos de instrumentos: los que se refieren al logro de sus objetivos de política y aquellas facilidades ofrecidas al sistema financiero para promover su estabilidad. Dentro del primer grupo, las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) constituyen el instrumento principal utilizado por el BCCR para llevar a cabo la regulación monetaria, a fin de alcanzar fundamentalmente la estabilidad interna de la moneda. Estas operaciones se emplean con el propósito de mantener el saldo de la base monetaria en niveles acordes con los previstos en el Programa Monetario que es aprobado por la Junta Directiva<sup>26</sup> del Banco Central.

La autoridad monetaria puede realizar OMA a través de emisiones y captaciones de títulos propios. Además, estas operaciones se pueden efectuar en el mercado secundario de valores, mediante la compra/venta de instrumentos financieros de primera clase, de transacción corriente en el mercado, y de absoluta seguridad y liquidez. Para ello, puede realizar operaciones de compra/venta y suministro de liquidez con valores propios o gubernamentales, los cuales pueden ser empleados también como garantía en operaciones de compra o venta a plazo. (Banco Central de Costa Rica, 2011)

Para lograr un desarrollo efectivo de las OMA, el Banco Central vela porque la información pertinente relacionada con estas operaciones, sea canalizada de manera oportuna y eficaz a todos los participantes.

Las OMA pueden ser transacciones a la vista o a plazo, y se pueden realizar a través de ventanillas, subastas, o negociaciones directas cuando el Banco Central requiera de una intervención más rápida.

En el caso de las subastas, está establecido que cualquier participante que cumpla con los requisitos mínimos definidos, puede tener acceso a la subasta de

---

<sup>26</sup> La Junta Directiva es el órgano superior del BCCR. Tiene a su cargo la dirección suprema del Banco Central y la determinación de la política monetaria, cambiaria y crediticia del país.

bonos. Los procedimientos y las condiciones operativas para recibir las ofertas de adquisición de títulos bajo este mecanismo, son establecidos por la Administración del BCCR y comunicados a los participantes. (Banco Central de Costa Rica, 2011)

Las operaciones de reporto y otras similares se efectúan exclusivamente a través de sistemas de negociación que hayan sido reglamentados y supervisados. El BCCR puede participar en el mercado interbancario mediante estas operaciones, solamente con entidades bancarias nacionales. Para ello, solo puede utilizar títulos emitidos por el propio Banco Central o por el Gobierno que estén en circulación y que provengan del mercado secundario. El monto negociado en operaciones de reporto está determinado por la situación de liquidez existente, en correspondencia con lo establecido en el Programa Monetario. (Banco Central de Costa Rica, 2002)

Con el propósito de explicar cómo han sido implementadas las OMA por el BCCR, a fin de enfrentar diferentes situaciones presentadas en la dinámica económica y monetaria del país, es conveniente hacer referencia a la evolución experimentada en el manejo de este instrumento.

En febrero de 1977 se produjo un incremento inesperado de los precios internacionales de café. Ante tal escenario, se produjo una entrada de divisas al país<sup>27</sup>, generándose así un impacto monetario, debido al aumento de los niveles de liquidez en circulación. Para enfrentar esta situación, el Banco Central decidió ejecutar por primera vez OMA a través de la emisión y colocación de Bonos de Ahorro Cafetalero. Estos títulos fueron de mucha aceptación y dado el éxito de estas primeras operaciones, se decidió emitir Bonos de Estabilización Monetaria (BEM)<sup>28</sup> como una vía para que los excesos monetarios fueran esterilizados. (Madrigal & Torres, 2005)

---

<sup>27</sup> El café es considerado uno de los principales productos de exportación de Costa Rica. Entre 1968 y 1988 su participación en las exportaciones totales del país llegó al 29% anual, generando cerca del 30% de los ingresos totales de exportación. (Renjifo, 1989)

<sup>28</sup> Los BEM son títulos estandarizados, emitidos por el BCCR a plazos menores de un año y a mediano plazo (2, 3 y 5 años), de acuerdo con los montos y condiciones financieras que establece

Con el transcurso del tiempo, la utilización de este instrumento de política monetaria se fue consolidando, incorporándose nuevas modalidades para llevar a cabo la colocación de títulos. Entre 1980 y 1992, además de la colocación directa al público mediante ventanillas físicas, el Banco Central realizaba convenios con entidades públicas y privadas, así como negociaciones con los bancos comerciales. También, se fue haciendo cada vez más flexible el acceso a bonos de estabilización (BEM), ya que no solo se podía acceder a estos a través de las ventanillas físicas del Banco Central, sino también existía la posibilidad de adquirirlos en cualquier banco estatal.

En 1992 el Banco Central incorporó a sus mecanismos de captación las subastas como forma de acceder tanto a títulos como a depósitos. Inicialmente, no se establecía una coordinación entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda, por lo que se generaba una competencia entre estos dos organismos que eran los principales emisores de bonos, incrementándose así el costo financiero de la deuda pública. (Madrigal & Torres, 2005)

Es por ello que a partir de 1996 se introducen las Subastas Conjuntas, debido a que el Banco Central y el Ministerio de Hacienda deciden ponerse de acuerdo y coordinar esfuerzos, para evitar que los dos mayores emisores de títulos compitieran por el ahorro doméstico. Este mecanismo redujo los costos administrativos agregados de la colocación de títulos del Ministerio de Hacienda y del BCCR, y se convirtió en el principal medio de absorción de fondos. (Madrigal & Torres, 2005)

Sin embargo, las Subastas Conjuntas facilitaron en algunas ocasiones la dominancia fiscal sobre los objetivos de absorción de liquidez del BCCR. Es decir, este tipo de mecanismo condujo a que muchas veces predominara el criterio fiscal en el momento de realizar determinadas operaciones monetarias. La subordinación del manejo monetario a decisiones fiscales, estimuló emisiones

---

su Junta Directiva. Este instrumento es ofrecido al público por medio de los puestos de bolsa. (Banco Central de Cuba, 2004)

monetarias innecesarias y cuasifiscalidades<sup>29</sup>, lo que a su vez provocó elevadas presiones inflacionarias.

El marco organizativo para la implementación de las Subastas Conjuntas, generó un incremento de los costos explícitos e implícitos de participar en las subastas. Para que el público pudiera colocar fondos mediante este mecanismo, se requería de la intermediación de un puesto de bolsa, lo que implica un encarecimiento de la movilización de sus ahorros (costos de transacción, pago de comisiones, etc.). Además, las subastas se efectuaban cada dos semanas, lo que implicaba mayores costos para los participantes, en términos de costos de oportunidad y costos de transacción adicionales<sup>30</sup>. (Madrigal & Torres, 2005)

Como consecuencia de lo antes planteado, los ahorrantes comenzaron a depositar sus recursos en los bancos comerciales y dejaron de participar en las subastas. Esto se produjo sin que los bancos comerciales incrementaran los niveles de rendimiento ofrecidos. Los agentes cuando colocaban sus recursos en los bancos comerciales, disfrutaban de servicios ininterrumpidamente y podían participar sin el requerimiento de un puesto de bolsa.

Ante tal situación, si bien se vio favorecida la banca comercial, se produjo una reducción de la eficiencia del sistema financiero y un incremento de las dificultades para financiar el déficit fiscal.

A continuación se presentan otros ejemplos más actuales que ilustran cómo el BCCR ha empleado las OMA como instrumento de regulación monetaria, para obtener un mejor desempeño económico y monetario en el país.

---

<sup>29</sup> Las operaciones cuasifiscales realizadas en estos años, ocasionaron un problema estructural en las cuentas de balance del Banco Central, reflejado no solo en la existencia de activos con rendimiento inferiores a los pasivos con costo, sino también en una situación en que la tasa efectiva de los primeros fue inferior al costo de las obligaciones. (Banco Central de Costa Rica, 2004)

<sup>30</sup> La participación en estas subastas implicaba costos de oportunidad porque si el participante se limitaba a la periodicidad con que se efectuaba tal operación, mantenía recursos inmovilizados con los cuales hubiese podido obtener rendimientos en otras opciones. A su vez, si el participante ubicaba los recursos en alguna posibilidad de ahorro en espera del día en que se realizara la subasta, también se veía afectado por costos de transacción.

En el año 2000, se produjo un incremento de los precios internacionales de hidrocarburos, que provocó un debilitamiento del nivel de actividad económica. Esto influyó de manera desfavorable en la entrada de capitales externos y por tanto se generó una caída de las reservas internacionales. (Banco Central de Costa Rica, 2001)

En este contexto las acciones emprendidas por el Banco Central estuvieron dirigidas a buscar la eficiencia del sistema de pago y promover condiciones adecuadas para el desarrollo de un sistema de intermediación financiera estable, eficiente y competitivo, todo ello con el propósito de alcanzar los objetivos de política monetaria. Una de las medidas que se llevó a cabo fue continuar empleando las OMA como instrumento fundamental de política monetaria, a través de la colocación de BEM.

Además, durante este período el Banco Central y el Ministerio de Hacienda, aplicaron una serie de medidas para mejorar la gestión de la deuda interna e impulsar el desarrollo del mercado de valores en este país. Estas medidas estuvieron dirigidas fundamentalmente a avanzar en el proceso de estandarización de títulos y aumentar el plazo promedio de vencimiento de la deuda, lo que influía de forma favorable en la comercialización de los títulos. (Banco Central de Costa Rica, 2001)

A inicios del 2005, se generó en Costa Rica una aceleración en el crecimiento de los precios internos. Para hacer frente a tal situación el Banco Central llevó a cabo una política monetaria restrictiva mediante un incremento de la tasa de interés<sup>31</sup>. Esta medida perseguía además, compensar el efecto que sobre el premio por ahorrar en moneda nacional tuvo la tendencia creciente de las tasas de interés internacionales. (Banco Central de Costa Rica, 2005)

---

<sup>31</sup> La tasa de interés de política monetaria en estos años había perdido su poder informativo, por lo que la señal que el Banco Central procuraba enviar por medio de ella, no se transmitía de una manera eficiente y eficaz hacia el resto de las tasas de interés del sistema financiero. Es por ello que para poder enviar señales a través de este instrumento, tenía que realizar movimientos notables en su tasa de interés.

Con esta medida, se incrementó el rendimiento por invertir en títulos de deuda pública en moneda doméstica con relación a otras opciones existentes tanto en el mercado interno como en el externo. Esto generó una gran entrada de capitales externos no prevista y por consiguiente un ingreso de divisas, que provocó a su vez emisión monetaria<sup>32</sup>. Como en este período existía un régimen cambiario de mini-devaluaciones<sup>33</sup> y elevadas presiones inflacionarias, los niveles de emisión como consecuencia de la entrada de capitales, debían ser esterilizados, por lo que el Banco Central empleó OMA mediante una fuerte colocación de títulos y depósitos. (Banco Central de Costa Rica, 2005)

Para evitar que volviera a ocurrir una situación similar a la antes comentada, se estipuló que las nuevas colocaciones se realizarían a tasas de interés que no estimularan la entrada de capital especulativo, pero que a su vez no incentivaran la salida de capitales.

En este período las OMA continuaron siendo el principal instrumento de control monetario del Banco Central. Estas operaciones representaron alrededor del 73% del total de absorción monetaria<sup>34</sup> (Banco Central de Costa Rica, 2005). A pesar de ello, no se logró compensar completamente las monetizaciones en exceso efectuadas por el Banco Central. (Banco Central de Costa Rica, 2006)

Para mejorar la eficiencia en las OMA y en el mecanismo de transmisión de la política monetaria por la vía de tasas de interés, en el año 2006 se introdujeron algunas modificaciones en las subastas de títulos y se eliminaron en cierta medida las barreras de entrada para la colocación de BEM. A partir de ello, los inversionistas podían acceder a estos bonos de manera electrónica, mediante una

---

<sup>32</sup> En este período en la economía costarricense estaba presente el problema de la Trilogía de lo Imposible, ya que existía un régimen de mini-devaluaciones, y operaba en un contexto de libre movilidad de capitales. Ante este escenario un incremento de la tasa de interés, puede conducir a la entrada de capitales, y dado el compromiso cambiario asociado al régimen existente, el Banco Central se ve obligado a monetizar, y el impacto del aumento de la tasa de interés se neutraliza.

<sup>33</sup> El régimen cambiario de mini-devaluaciones estuvo vigente en Costa Rica durante el período 1984-2006. A finales de 2006, se transita a un régimen de bandas cambiarias. (Lizano, 2007)

<sup>34</sup> Incluye OMA, depósitos en cuenta corriente en moneda nacional del sistema financiero y del Gobierno en el Banco Central.

facilidad de ventanilla electrónica de captación. (Banco Central de Costa Rica, 2006)

En sentido general, con los cambios implementados se logró incrementar la eficacia de la absorción monetaria, sin necesidad de que el Banco Central llevara a cabo incrementos considerables de la tasa de interés que pudiera conducir a entradas excesivas de capital externo. Asimismo, se redujeron las presiones inflacionarias en la economía y se mostró un mayor dinamismo en la actividad económica.

## **2.2 Experiencias de países de Europa del Este**

En este epígrafe se estudiará la aplicación de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) en dos países de Europa del Este: Bielorrusia y Polonia. El estudio de estas experiencias puede resultar de gran utilidad para Cuba, debido a que ambos países fueron integrantes del Campo Socialista y luego del derrumbe del mismo, tuvieron que enfrentar procesos de adaptación a las condiciones existentes en el entorno internacional. En estas economías se fueron abandonando los mecanismos administrativos, concediéndosele cada vez mayor importancia a las relaciones monetario-mercantiles para llevar a cabo la regulación económica. Todo este proceso de transformación, impactó de manera directa el campo de la política monetaria, ya que también los bancos centrales de estos países tuvieron que incorporar instrumentos más enfocados al mercado. En este contexto uno de los instrumentos que se incorporó fue las (OMA), ya que constituían una manera más flexible de conducir la política monetaria.

Es importante destacar, que si bien Cuba se ha mantenido en la senda de la construcción socialista, en los últimos años se ha reconocido en múltiples espacios la necesidad de sustituir mecanismos administrativos por otros financieros de mayor eficiencia y eficacia. Este reto es extensivo para el funcionamiento del Banco Central de Cuba (BCC) y la conducción de la política monetaria. Por tal motivo, el estudio de estas experiencias puede resultar

provechoso debido a las lecciones y enseñanzas que se pueden extraer para la incorporación de las OMA en el manejo monetario efectuado por el BCC.

### **2.2.1 OMA en Bielorrusia**

El Banco Nacional de Bielorrusia es el Banco Central del país, el mismo fue creado en 1922, y cuando Bielorrusia se integró a la Unión Soviética comenzó a funcionar como una rama del Banco Nacional Soviético. Tras el derrumbe de la URSS, se inició la transformación de la economía bielorrusa en una economía más enfocada al mercado<sup>35</sup>.

En Bielorrusia se comenzó a llevar a cabo la política monetaria de manera independiente en 1994, en este año el rublo bielorruso fue aprobado como única moneda de curso legal en el país. El período 1994-1999 fue difícil para el sistema monetario nacional porque el país enfrentó la crisis causada por la recesión económica general después de la caída de la Unión Soviética. (Mironchik & Demidenko, 2008)

Según Banco Nacional de Bielorrusia (2000) los principales objetivos de la autoridad monetaria están enfocados a: proteger la moneda nacional y asegurar su estabilidad, así como su poder adquisitivo y el tipo de cambio; mantener la estabilidad del sistema bancario; y asegurar el funcionamiento del sistema de pago de manera segura y eficiente.

El principal instrumento de política monetaria del Banco Central es la tasa de refinanciamiento (tasa de descuento) que representa el techo del mercado interbancario, y por tanto es el instrumento básico para la regulación del nivel de tasa de interés en el mercado monetario. De esta forma, cambios en la tasa de refinanciamiento afectan directamente las tasas de interés en el mercado interbancario y en el sector financiero. (National Bank of Belarus, 2004)

---

<sup>35</sup> Cuando se produjo la caída del Campo Socialista, si bien Bielorrusia comenzó a incorporar elementos de mercado en la conducción de su economía, el Estado y la planificación continuaron desempeñando un papel fundamental. La planificación en Bielorrusia es indicativa, con gran poder de autonomía para el sector empresarial.

Otro instrumento que es empleado con mucha frecuencia por la autoridad monetaria son las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) mediante subastas, operaciones de reporto, compra/venta de moneda extranjera, compra/venta de títulos propios y de títulos gubernamentales. En este último caso es importante señalar que el Banco Central brinda servicios de intermediación para la distribución de títulos del Gobierno. (National Bank of Belarus, 2008)

Con el propósito de perfeccionar los instrumentos monetarios e incrementar el papel de la tasa de interés en la regulación monetaria, el Banco Nacional estableció en 2008 nuevas normas para ejecutar OMA. De esta forma las OMA quedaron divididas en principales y de ajuste. Las OMA principales son realizadas de manera regular (todas las semanas), y las OMA de ajuste son empleadas para suavizar fluctuaciones inesperadas en los niveles de liquidez.

Las subastas conducidas por la autoridad monetaria sobre una base sistemática, constituyen la modalidad principal de OMA que emplea el Banco Central para regular la liquidez del sistema bancario.

La tasa de refinanciamiento constituye el nivel mínimo de rendimiento en operaciones de subastas diseñadas para suministrar liquidez a los bancos; a su vez, representa el máximo nivel de tasas de interés sobre operaciones de subastas dirigidas a retirar el exceso de liquidez del sistema. (National Bank of Belarus, 2004)

Las tasas de interés sobre las OMA que ejecuta el Banco Central en el mercado financiero, garantizan que el movimiento de las tasas de interés en el mercado interbancario permanezca dentro de las bandas establecidas y permiten suavizar sus fluctuaciones. (National Bank of Belarus, 2008)

Es importante señalar que cuando en Bielorrusia se comenzaron a utilizar las OMA, se dirigieron esfuerzos para desarrollar el mercado de bonos a fin de obtener una implementación adecuada de tales operaciones. A través del mercado de bonos, el Gobierno financia gran parte de su déficit público y el Banco Central regula parte de la liquidez del sistema bancario, facilitando a la misma vez una

mayor implementación de instrumentos de mercado dirigidos a manejar el circulante y una distribución más balanceada de la liquidez de los bancos.

A continuación se mencionan algunos ejemplos que evidencian cómo la autoridad monetaria bielorrusa, mediante el empleo de OMA ha podido hacer frente a diferentes situaciones presentadas en su economía. Estos ejemplos demuestran a su vez, la evolución acontecida en la utilización de este instrumento.

En 1999 tuvieron lugar en Bielorrusia condiciones climáticas sumamente adversas, lo que condujo a que los gastos del Gobierno se incrementaran y con ello el déficit fiscal. La forma de financiamiento para cubrir el déficit del presupuesto por parte del Banco Central, se llevaba a cabo de dos maneras, en la forma directa de concesión de préstamos, y comprando títulos del Gobierno en el momento de la colocación inicial. Ante este shock desfavorable en la economía bielorrusa, el Banco Nacional se esforzó en cubrir los requerimientos del presupuesto restringiendo el préstamo al Gobierno, por lo que la adquisición de títulos gubernamentales fue la principal forma de financiamiento en este año.

Los títulos del Gobierno adquiridos por el Banco Nacional fueron vendidos activamente en el mercado secundario a través de operaciones de reporto con diferentes vencimientos (National Bank of Belarus, 1999). La reventa de títulos del Gobierno a bancos comerciales hizo posible cubrir el déficit del presupuesto, reduciendo los préstamos al Gobierno, que era en definitiva el propósito de la autoridad monetaria. Además, esta forma de financiamiento contribuyó a mantener la estabilidad y el poder adquisitivo de la moneda, ya que no favoreció la existencia de presiones inflacionarias en la economía.

En este año para evitar el colapso del sistema de pago, cuando hubo carencia de reservas en el sistema, la autoridad monetaria empleó una serie de instrumentos de refinanciamiento, donde las OMA jugaron un papel fundamental. Entre los instrumentos más importantes se encontraban (National Bank of Belarus, 1999):

- Compra de títulos del Gobierno en manos de bancos comerciales mediante operaciones de reporto, que representaron el 23% de la cantidad total de refinanciamiento.
- Compra de moneda extranjera de bancos (operaciones Swaps), que representaron el 15% de la cantidad total de refinanciamiento.
- Concesión de créditos a través del servicio permanente del Banco Nacional, que representaron el 15 % de la cantidad total de refinanciamiento.

A finales de 1999, el Banco Nacional empleando los instrumentos disponibles de regulación de la liquidez, entre ellos OMA, aseguró la relativa estabilidad de las tasas de interés en el mercado interbancario y el funcionamiento adecuado del sistema de pago (National Bank of Belarus, 1999). Además, las OMA permitieron al Banco Nacional financiar el déficit fiscal sin que esto condujera a presiones inflacionarias.

Otra situación donde el Banco Nacional empleó las OMA fue en el año 2007, debido a la existencia de excesos de liquidez en el mercado. Ante este escenario, el Banco Nacional se vio obligado a emplear de manera recurrente OMA para retirar la liquidez excedente. Además, la autoridad monetaria para hacer frente a este escenario introdujo por primera vez las subastas de depósitos como una modalidad adicional de OMA para regular la liquidez en el sistema y reducir las fluctuaciones de las tasas de interés del mercado interbancario. (National Bank of Belarus, 2008)

Las OMA dirigidas a extraer la liquidez excedente por medio de la colocación de títulos de corto plazo del Banco Nacional y de la realización de subastas de depósitos, permitieron frenar el decrecimiento de las tasas de interés sobre los fondos en rublos en el mercado monetario de corto plazo (Ver Anexo 6) y evitar la presión sobre el tipo de cambio del rublo bielorruso. En el año 2007, las subastas de depósitos junto con la colocación de bonos al público estuvieron entre los instrumentos más utilizados por el Banco Central. (National Bank of Belarus, 2008)

En 2008 se desató una de las crisis económicas más grandes de la historia que todavía hoy mantiene su efecto en varias economías del mundo. Ante este escenario macroeconómico complejo, debido al colapso de los mercados financieros mundiales y su efecto en la economía bielorrusa, la tarea principal de la política monetaria fue implementar un conjunto de medidas que tenían por objetivo minimizar las consecuencias de la crisis financiera, para asegurar la estabilidad de la moneda nacional y del sistema financiero. (National Bank of Belarus, 2009)

Los desfavorables factores económicos externos provocaron a partir del cuarto trimestre del 2008, un déficit significativo en los niveles de liquidez del mercado monetario interno. Ante esto y con el propósito de mantener un proceso de pago estable, el Banco Nacional suministró los recursos necesarios a los bancos mediante OMA. (National Bank of Belarus, 2009)

Las operaciones de subastas que fueron implementadas en este año, suavizaron las fluctuaciones de los niveles de tasas de interés en el mercado interbancario respecto al año anterior<sup>36</sup>. (National Bank of Belarus, 2009)

En este año, las subastas diseñadas para suministrar liquidez a los bancos representaron el 58,6% del total de operaciones para asegurar la liquidez (National Bank of Belarus, 2009). Esto permite afirmar, que las subastas tuvieron una gran importancia para la autoridad monetaria ante necesidades de inyección de recursos líquidos en el sistema.

A inicios del 2010 se aprobó la Resolución de la Junta del Banco Nacional<sup>37</sup> “Sobre la modificación y corrección de las normas sobre la regulación de la liquidez de los bancos”, a partir de esta normativa se introdujo en el país la colocación de Swaps a través del mecanismo de subastas, como parte de las operaciones realizadas por el Banco Nacional para regular la liquidez de los

---

<sup>36</sup> Compárese Anexos 6 y 7.

<sup>37</sup> La Junta del Banco Nacional constituye el cuerpo directivo supremo del Banco Nacional. La Junta establece las pautas principales de las actividades del Banco Nacional, lleva su administración y gobierno.

bancos. Según Banco Nacional de Bielorrusia (2008), debido a cierto número de factores se requiere un período de tiempo para la implementación de estas operaciones. Es por ello que el Banco Nacional como una medida temporal, efectuó Swaps bilaterales<sup>38</sup> a tasas de interés de mercados con la incorporación paulatina de elementos propios de las subastas. (National Bank of Belarus, 2011)

El análisis anterior permite afirmar que durante el período de crisis las OMA contribuyeron de manera efectiva al manejo del entorno monetario. A través de estas operaciones, se suavizaron las fluctuaciones de las tasas de interés en el mercado interbancario y se aseguró un proceso de pago estable, evitando en momentos difíciles el colapso en el sistema de pagos y la inestabilidad macroeconómica interna.

### **2.2.2 OMA en Polonia**

En enero de 1989 se inició la reforma del sector bancario polaco, que constituyó uno de los componentes esenciales de la transformación de la economía polaca en una economía de mercado. La ley bancaria aprobada en este período, combinó elementos característicos de una economía planificada con rasgos presentes en los modelos de economía de Europa Occidental.

Todo el proceso de reforma bancaria, impactó significativamente la manera de conducir la política monetaria, ya que los instrumentos administrativos fueron reemplazados por instrumentos financieros. Es decir, se comenzaron a emplear herramientas como la tasa de interés y el tipo de cambio, e incluso se incorporaron instrumentos indirectos para incidir en la liquidez en circulación como fueron las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) y los requerimientos de reservas (Ver Anexo 8).

---

<sup>38</sup> Las operaciones bilaterales son aquellas en que la autoridad monetaria realiza una transacción con uno o varios bancos, sin utilizar el mecanismo de subastas. Existen dos tipos de procedimientos bilaterales: operaciones en las que el banco central se pone en contacto directamente con las entidades seleccionadas y operaciones ejecutadas a través de las bolsas de valores y de agentes de mercado. (Banco Central Europeo, 1998)

Una de las leyes más importantes que fue adoptada en este período de reforma fue la Reestructuración Financiera de Empresas y Bancos, la cual estaba dirigida a alcanzar la rehabilitación y estabilidad del sistema financiero ante la crisis bancaria<sup>39</sup> ocurrida a inicio de los años 90. Esta ley permitió el fortalecimiento financiero de bancos y la reestructuración de su portafolio de créditos, lo que posibilitó la disminución de los obstáculos de pago. Además, permitió establecer un mercado de deuda, lo que constituyó un elemento muy importante para el desarrollo de las OMA en Polonia. (National Bank of Poland, 2001)

En este período el Banco Nacional de Polonia fue definido como el Banco Central del país. De acuerdo a la Constitución, el mismo cuenta con el derecho exclusivo de emitir la moneda nacional y determinar e implementar la política monetaria. Además, la Constitución estipula que el Banco Nacional es la autoridad responsable de preservar el valor de la moneda doméstica. (National Bank of Poland, 1997 )

El objetivo principal de política monetaria del Banco Nacional es mantener la estabilidad de precios, apoyando al mismo tiempo la política económica del Gobierno, en la medida en que esto no afecte el logro de su objetivo principal. El Banco Central para llevar a cabo su política monetaria y alcanzar sus objetivos, utiliza una serie de instrumentos, entre los que se encuentran la tasa de interés de referencia y las OMA.

La autoridad monetaria influye en los niveles de inflación a partir de la tasa de interés de corto plazo, que representan el instrumento principal de política monetaria. La tasa de interés de corto plazo constituye la tasa de referencia del Banco Nacional, ya que a partir de esta, la autoridad monetaria determina el rendimiento mínimo (tasa de interés) sobre las OMA principales, afectando al

---

<sup>39</sup> Esta crisis en el sistema bancario estuvo provocada por el exceso de subsidios y préstamos a empresas estatales que se habían mostrado con elevados niveles de ineficiencia. Las mismas, ante el derrumbe de la URSS presentaron un mayor deterioro en su posición financiera, lo que trajo consigo graves problemas en el pago de los préstamos, conduciendo a que la cantidad de deudas incobrables en el portafolio de los bancos en 1993 ascendiera a 35% de la cantidad total de fondos desembolsados. Los problemas asociados a las deudas incobrables constituyeron la razón principal de la crisis. (National Bank of Poland, 2001)

mismo tiempo el nivel de tasas de interés en el mercado interbancario. (National Bank of Poland, 2013)

Las OMA constituyen un instrumento fundamental empleado por el Banco Central para gestionar la liquidez y mantener las tasas de interés de corto plazo en el mercado interbancario dentro de los niveles establecidos. La autoridad monetaria puede llevar a cabo tres tipos de OMA de acuerdo a la situación existente en la economía (National Bank of Poland, 2013):

*Operaciones principales:* Representan operaciones usadas en condiciones de excesos de liquidez en el sector bancario. Estas operaciones consisten en la emisión regular (1 vez por semana) de bonos con 7 días de vencimiento. El acceso a OMA principales está garantizado para aquellos bancos que: participan en el sistema SORBNET<sup>40</sup>, tienen cuentas en el Registro de Valores del Banco Nacional, y tienen una aplicación ELBON<sup>41</sup>. Como se había mencionado anteriormente el rendimiento mínimo de estas operaciones es determinado por la tasa de referencia del Banco Nacional. Las operaciones principales desempeñan un papel crucial en la consecución de los fines de las OMA y proporcionan el grueso de la financiación al sistema crediticio.

Con el transcurso del tiempo, el Banco Central ha ido reduciendo los períodos de vencimiento de las OMA principales. Ello ha mejorado la liquidez del sector bancario y ha tenido un efecto estabilizador sobre las tasas de interés en el mercado interbancario, disminuyendo así la volatilidad y la desviación de las tasas de interés de corto plazo respecto a la tasa de referencia. (Ver Anexo 9)

*Operaciones de ajuste:* Constituyen operaciones que pueden ser conducidas por el Banco Central para regular la liquidez en el mercado y controlar las tasas de interés ante cambios inesperados en las condiciones de liquidez del sector bancario. Es por ello que la frecuencia y el vencimiento de estas operaciones no

---

<sup>40</sup> El sistema SORBNET es un sistema de compensación para la liquidación de pagos de alto valor, a cargo del Banco Nacional de Polonia. Es un tipo de sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR). Este sistema SORBNET permite a los bancos tener una visión continua del estado de su cuenta corriente en el Banco Nacional y de las transacciones realizadas.

<sup>41</sup> La aplicación ELBON facilita las transferencias electrónicas de órdenes al Banco Nacional.

están estandarizados. Las operaciones de ajuste pueden incluir operaciones de extracción e inyección de liquidez, por ejemplo, emisión de bonos y operaciones de reporto. Solo los bancos más activos en el mercado monetario y cambiario estaban autorizados a participar en estas operaciones, pero desde finales del 2008 debido al impacto desfavorable de la crisis en el mercado interbancario<sup>42</sup>, se determinó que todos los bancos que cumplieran con los requisitos indispensables para participar en las OMA principales podían también participar en las operaciones de ajuste.

*Operaciones estructurales:* Constituyen operaciones conducidas por el Banco Nacional para cambiar la estructura de la liquidez del sector bancario a largo plazo. Dentro de este tipo de operaciones el Banco Central puede llevar a cabo: emisión de bonos, recompra de sus propios bonos, compra o venta de valores en el mercado secundario, emisión de títulos de deuda de largo plazo, entre otras. La autoridad monetaria debe llevar a cabo una selección flexible de sus contrapartes para realizar operaciones estructurales.

En el año 2006 se produjeron muchos cambios en el funcionamiento de las OMA, debido fundamentalmente a la integración de Polonia a la Unión Europea desde 2004. De hecho, la mayor parte de los criterios de selección enunciados anteriormente fueron adoptados en este contexto.

El método de selección de los participantes en las operaciones de ajuste tenía como objetivo permitir a la autoridad monetaria maniobrar rápidamente en caso de problemas inesperados de liquidez en el mercado monetario. En años anteriores solo pocos bancos podían acceder a estas operaciones, pero el incremento del número de participantes en operaciones de ajuste perseguía incrementar la competencia en el mercado primario de bonos del Banco Nacional. Por otra parte, el criterio de selección de los participantes para realizar operaciones estructurales, fue establecido con el propósito de proveer libertad de selección a la autoridad monetaria para efectuar este tipo de operaciones, que son dirigidas a modificar la

---

<sup>42</sup> Posteriormente este tema es abordado con mayor profundidad.

estructura de liquidez del sector bancario en el largo plazo. (National Bank of Poland, 2006)

Desde que el Banco Nacional de Polonia comenzó a emplear OMA, este instrumento ha sido un componente fundamental en la conducción de la política monetaria. Es por ello que seguidamente se presentan una serie de ejemplos que muestran cómo el Banco Nacional ha operado con OMA en situaciones determinadas, y la evolución experimentada en el manejo de este instrumento por parte de la autoridad monetaria.

En el período 1995-1998 se dio en Polonia un rápido incremento del excedente de liquidez, debido fundamentalmente al aumento de las reservas en moneda extranjera como resultado de la intervención cambiaria y la compra de moneda extranjera por parte del Banco Nacional. Ante esta situación, la autoridad monetaria efectuó una operación consistente en la venta de bonos del Tesoro en divisas. Esto tuvo resultados muy favorables porque se consiguió alcanzar una reducción sostenida del excedente de liquidez del sector bancario. (National Bank of Poland, 2006)

En el año 2008 como consecuencia de la crisis externa, se generó una alta inseguridad en el mercado financiero polaco y una reducción de la confianza entre los participantes en el mercado interbancario. Esta desconfianza provocó una reducción significativa de la inclinación de los bancos a extender préstamos sin garantía, disminuyó considerablemente el período de vencimiento de las transacciones<sup>43</sup> y los bancos con recursos incrementaron la tasa de interés del crédito para los bancos contrapartes. En esta situación, los bancos preferían mantener recursos excedentes o hacer mayor uso de las facilidades de depósito. Además, las entidades bancarias limitaron su participación en las operaciones principales y se produjo una fuerte desestabilización en la liquidez del sector bancario.

---

<sup>43</sup> Los bancos preferían realizar préstamos overnight y limitar los créditos a mayores plazos.

En este contexto el Banco Nacional se enfocó en el control de las expectativas, a fin de evitar que estas tuvieran un mayor impacto sobre el mercado interbancario y la actividad económica. Para ello la autoridad monetaria decidió organizar la emisión de bonos sin dar a conocer previamente la oferta. Además, en octubre de 2008 el Banco Nacional introdujo el llamado Pacto de Confianza, que estuvo enfocado en tres objetivos: permitir a los bancos obtener moneda nacional por períodos mayores a un día, posibilitar a los bancos la obtención de divisas e incrementar las posibilidades de los bancos de obtener liquidez en moneda nacional por medio de mayores valores en operaciones con el Banco Nacional.

Para alcanzar estos objetivos, el Banco Nacional comenzó a emplear otras modalidades de OMA<sup>44</sup> como fueron operaciones de reporto<sup>45</sup> y operaciones Swaps<sup>46</sup>, aunque el Banco Central anunció en las declaraciones del Pacto de Confianza que la emisión de bonos con 7 días de vencimiento (operaciones principales) continuaría siendo el instrumento principal de absorción de liquidez<sup>47</sup>. (National Bank of Poland, 2009)

Las operaciones de reporto fueron introducidas como parte de las operaciones de ajuste, debido a la reducción de los niveles de liquidez en el sector bancario polaco, provocado fundamentalmente por la desconfianza creciente entre los participante del mercado interbancario. Las operaciones de reporto fueron operaciones de refinanciamiento de corto y largo plazo colateralizadas con títulos aceptados por el Banco Nacional. (National Bank of Poland, 2009).

Además, como parte de las operaciones de ajuste, a finales de 2008 el Banco Nacional llevó a cabo en dos ocasiones la emisión de bonos con vencimientos más cortos que las OMA principales (2 y 3 días). Estas operaciones fueron un intento de retirar el excedente de liquidez en manos de los bancos, que era

---

<sup>44</sup> Por la crisis existente, los bancos comerciales polacos tenían acceso limitado a adquirir financiamiento tanto en moneda doméstica como en moneda extranjera. (National Bank of Poland. Monetary Policy Council, 2010)

<sup>45</sup> El Banco Nacional ya había realizado operaciones de reporto a mediados de los años 90. (Ver Anexo 8)

<sup>46</sup> Esta fue la primera vez que la autoridad monetaria realizó operaciones Swaps.

<sup>47</sup> Ver Anexo 10.

responsable de la disminución de la tasa POLONIA<sup>48</sup> (Ver Anexo 11). Todos los bancos con excedentes preferían realizar préstamos overnight, por lo que se generó un exceso de oferta de este tipo de créditos y el precio (tasa POLONIA) experimentó una tendencia decreciente. Como el impacto de ambas operaciones sobre la tasa POLONIA fue leve y temporal, la autoridad monetaria dejó de realizar este tipo de operaciones. (National Bank of Poland. Monetary Policy Council, 2009)

Las operaciones Swaps que fueron introducidas a partir de la implementación del Pacto de Confianza a finales de 2008, redujeron de manera notable la liquidez en los bancos con excedentes de reservas (Ver Anexo 12). Estas operaciones solo se efectuaron con el objetivo de extraer liquidez del sistema.

En 2009 los disturbios en los principales mercados financieros mundiales continuaron afectando la situación del mercado interbancario. Por una parte, habían bancos con excedentes de liquidez, mientras que por otra parte existían otras entidades bancarias con carencia de recursos. La autoridad monetaria para tratar de mitigar tales efectos continuó empleando OMA mediante operaciones de reporto y operaciones Swaps.

Debido a la situación de liquidez del mercado interbancario, en algunos meses del año 2009, el Banco Nacional modificó la manera de conducir las OMA principales. Al igual que en 2008, las emisiones de bonos con 7 días de vencimiento se efectuaron sin anunciar previamente el valor de la oferta, además, el monto de estas operaciones estuvo en correspondencia con la demanda reportada por los bancos.

Para estimular la participación de los bancos en las operaciones de reporto, se ampliaron los colaterales aceptados por el Banco Nacional, por ejemplo, se

---

<sup>48</sup> La Tasa POLONIA representa el promedio de las tasas overnight sobre el valor de las transacciones en el mercado interbancario de depósitos no garantizados. Esta tasa refleja la tasa de interés sobre los depósitos en el mercado interbancario de corto plazo. (National Bank of Poland, 2013)

introdujeron títulos denominados en euro emitidos por el Gobierno (títulos de deuda en moneda extranjera). (National Bank of Poland, 2010)

En 2009 la autoridad monetaria llevó a cabo operaciones estructurales. Como parte de estas operaciones, la Junta Directiva decidió cancelar bonos de manera previa a su vencimiento. Esto se realizó con los objetivos de modificar la posición estructural del Banco Nacional frente al sector financiero y transformar la estructura de liquidez en el largo plazo.

En los años 2010 y 2011, dado que los bancos continuaron limitando su demanda de bonos en las ofertas semanales del Banco Nacional y la brecha entre la tasa POLONIA y la tasa de referencia continuaba creciendo, se decidió efectuar en varias ocasiones como parte de las operaciones de ajuste, la venta de bonos con menores vencimientos (2 y 3 días). Si bien estas operaciones no tuvieron un efecto notable en períodos anteriores, en estos años permitieron disminuir la diferencia entre la tasa POLONIA y la tasa de referencia<sup>49</sup> (Ver Anexo 13). Además, permitieron reducir de manera sustancial el uso de las facilidades de depósito, ya que los bancos comenzaron a realizar préstamos en el mercado interbancario y a invertir en bonos emitidos por el Banco Nacional. La existencia de períodos de vencimientos más cortos respecto a las OMA principales, junto con la obtención de niveles rendimientos superiores, incentivaron a los bancos a incrementar sus inversiones en bonos.

De forma general se puede plantear que a pesar de los esfuerzos realizados por el Banco Nacional de Polonia para contrarrestar los efectos de la crisis mundial mediante la utilización de OMA, el impacto de este tipo de operaciones sobre las condiciones de liquidez fue limitado. Es decir, la situación de inestabilidad en el sistema financiero doméstico afectó la efectividad y la eficiencia de las OMA para influir en la liquidez del sistema, lo que influyó en las habilidades de la autoridad monetaria para mantener la tasa POLONIA al ritmo de la tasa de referencia. Ello fue consecuencia de la menor participación de las entidades bancarias en las

---

<sup>49</sup> La desviación promedio de la tasa POLONIA respecto a la tasa de referencia en 2009 fue de 89% y en 2011 fue de 43%. (National Bank of Poland. Monetary Policy Council, 2013)

OMA principales (en comparación con el período pre-crisis) por su preferencia a mantener excesos de liquidez y a realizar préstamos sobre una base overnight.

Lo antes planteado demuestra que a pesar de las ventajas de los instrumentos indirectos, y dentro de ellos en especial de las OMA, en épocas de crisis tienden a perder efectividad para incidir en los niveles de liquidez y manejar la política monetaria, es por ello que es más conveniente combinar su empleo con instrumentos directos para regular el entorno monetario. La afirmación anterior adquiere todavía mayor relevancia en aquellos países con mercados financieros poco desarrollados.

Luego de haber concluido el análisis de experiencias internacionales en el empleo de OMA, a continuación se muestra una tabla que resume los aspectos más importantes en cada uno de los casos de estudio.

**Tabla 1: Aspectos fundamentales de los casos de estudio**

Países	Objetivos de Política	Regulación	Problemas	Empleo de OMA	Resultados y lecciones
<b>R. Dominicana</b>	Estabilidad de precios. Regulación del sistema financiero y del sistema de pago.	El BC solo puede comprar títulos del Gobierno para OMA en el mercado secundario. Este tipo de operaciones se efectúa solo si el Gobierno no pudo acceder a otras formas de financiamiento. Las tasas de interés no pueden ser subvencionadas.	2003: Crisis bancaria (emisión + presiones inflacionarias y cambiarias + expectativas negativas)	Operaciones de esterilización. El BCRD retomó la colocación de certificados de inversión al público.	Impidió mayores presiones inflacionarias y cambiarias. Contribuyó a controlar expectativas negativas. No se evitó la quiebra de algunos bancos.
			2012: Economía deprimida (crecimiento económico por debajo de su potencial y bajas presiones inflacionarias)	PM expansiva, mediante OMA	Se redujeron las tasas de interés y se expandieron los préstamos al sector privado. Se logró reactivar la producción en la esfera real.
<b>C. Rica</b>	Estabilidad interna y externa de la moneda. Asegurar su convertibilidad.	El BCCR solo puede comprar y vender títulos del Gobierno en el mercado secundario. El BCCR vela porque la información llegue a todos los participantes de manera oportuna. El BCCR participa en el mercado interbancario mediante operaciones de reporto. Importancia del desarrollo del mercado de bonos.	1977: Entrada de divisas (Emisión)	Operaciones de esterilización (Bonos de Estabilización Monetaria)	Se regularon los niveles de liquidez
			1996: Necesidad de buscar formas de financiamiento de la deuda pública menos costosa.	Subastas Conjuntas (Coordinación entre el BCCR y el Ministerio de Hacienda)	Dominancia fiscal sobre las operaciones monetarias (emisiones innecesarias, presiones inflacionarias, cuasifiscalidades). Evidencia la necesidad de evitar que se subordine el manejo monetario a decisiones fiscales.

<b>Bielorrusia</b>	Estabilidad de los precios y del tipo de cambio.	El BN brinda servicios de intermediación para la distribución de títulos del Gobierno. Las OMA son divididas en principales y de ajuste. Modalidad principal de OMA: subastas. Gran esfuerzo para el desarrollo del mercado de bonos (mayor uso de instrumentos de mercado y distribución más balanceada de la liquidez)	1999: Condiciones climáticas adversas (Incremento del déficit fiscal)	El BN compró títulos gubernamentales y los vendió en el mercado secundario a través de operaciones de reporto.	Esta forma de financiamiento contribuyó a mantener la estabilidad y el poder adquisitivo de la moneda (no favoreció presiones inflacionarias)
			2008: Crisis internacional (Déficit de liquidez en el mercado interbancario)	EL BN suministró liquidez mediante OMA	A través de OMA se evitó el colapso del sistema de pago y mantuvo la estabilidad de las tasas de interés en el mercado interbancario
<b>Polonia</b>	Estabilidad de precios	Las OMA se emplean para gestionar la liquidez y mantener las tasas de interés en el mercado interbancario dentro de los niveles fijados. Se pueden llevar a cabo tres tipos de OMA: principales, de ajuste y estructurales	2008: Crisis internacional (inseguridad en el sistema financiero polaco + reducción de los préstamos sin garantía en el mercado interbancario + incremento de las tasas de interés + preferencias a efectuar préstamos overnight)	Introducción de operaciones de reporto y operaciones Swaps. OMA principales de menor vencimiento. Se ampliaron los colaterales aceptados para estimular la participación de los bancos en las operaciones de reporto.	El impacto de las OMA sobre las condiciones de liquidez fue limitado. La situación de inestabilidad interna limitó la efectividad de las OMA. Ello demuestra la necesidad de combinar instrumentos indirectos con instrumentos directos para conducir la política monetaria, sobre todo en países con sistemas financieros poco desarrollados.

Fuente: *Elaboración propia*

## **Capítulo 3: Aspectos relevantes para la utilización de las OMA en Cuba**

Después de haber analizado los principales elementos teóricos relacionados con las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) y la experiencia de algunos países en la implementación de este instrumento, en el presente capítulo se pretende realizar una aproximación al empleo de las OMA en Cuba, en función de las condiciones existentes. Para ello en un primer momento se realiza una breve caracterización del entorno monetario y financiero cubano. En el segundo epígrafe se explica la necesidad y las ventajas de utilizar las OMA en la conducción de la política monetaria en Cuba, y finalmente en el tercer epígrafe se realiza un análisis de los problemas existentes para la incorporación de este instrumento en el manejo monetario efectuado por el Banco Central de Cuba (BCC).

### **3.1 Características del entorno monetario y financiero**

En este epígrafe se describen los principales aspectos relacionados con el contexto monetario y financiero cubano en la actualidad, haciéndose énfasis en aquellos elementos que posteriormente deben ser tomados en consideración para el análisis de la implementación de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) en Cuba.

#### **3.1.1 Entorno monetario**

En la economía cubana la planificación desempeña un rol esencial en la asignación de recursos, pero a su vez se emplean relaciones monetario-mercantiles, lo que exige una preocupación constante acerca de los equilibrios macroeconómicos y monetarios en el diseño de la política económica. En las últimas dos décadas se han desencadenado transformaciones importantes, lo que ha ido conformando un modelo económico que introduce nuevos métodos de dirección y mayores elementos financieros, manteniendo al mismo tiempo la planificación como eslabón central de la regulación social de la producción.

La implementación de la política monetaria en Cuba se enmarca en condiciones que presentan notables diferencias respecto al contexto en el cual se desarrolla la teoría monetaria convencional, lo que conduce a la necesidad de interpretar los aspectos de la visión monetaria tradicional teniendo en cuenta las particularidades de la economía nacional. El entorno monetario cubano posee una serie de características que complejizan el manejo de la política monetaria y el sistema financiero.

A inicio de la década del 90 debido a una serie de factores internos y externos<sup>50</sup>, se produce en Cuba una crisis de enormes magnitudes que tuvo efectos considerables tanto en el sector real como en el monetario. Para hacer frente a tal situación, las autoridades encargadas comenzaron a implementar una serie de reformas económicas. Una de las medidas de mayor trascendencia fue la despenalización de la tenencia de divisa y la institucionalización de la dolarización parcial que ya se manifestaba en la economía, a partir de ello quedaba instaurado un modelo de dualidad monetaria, donde circulaban el peso cubano (CUP) y el dólar estadounidense (USD).

Después de aproximadamente diez años de dolarización en la economía cubana, se inició en el período 2003-2005 un proceso de desdolarización, que no significó la eliminación de la dualidad monetaria. A partir de julio de 2003 se puso en vigor la Resolución No.65 del Banco Central de Cuba (BCC), a partir de la cual se estableció el uso del peso cubano convertible (CUC) como único medio de pago para denominar y ejecutar las transacciones que se realizaban entre entidades cubanas en dólares estadounidenses u otras monedas extranjeras.

Luego, en 2004 se aprobó la Resolución No.80 del BCC, a partir de la cual se decidió que todas las empresas nacionales que cobraban su venta de bienes y

---

<sup>50</sup> Como factores externos de la crisis de los años 90 se encuentran la desaparición del Campo Socialista y el recrudecimiento del bloqueo norteamericano. Desde el punto de vista interno, existían también una serie de elementos que condujeron al agotamiento del modelo de acumulación. Entre estos factores se pueden mencionar la existencia prolongada de un modelo extensivo que no era autosostenible, la elevada dependencia externa, la utilización ineficiente de los recursos, etc. Para profundizar más en estos aspectos véase los trabajos de Everleny (1996) y Carranza & Monreal (2000).

prestación de servicios en dólares, aceptarían únicamente pesos convertibles en el país. Con esta medida se exigió a la población y a los turistas que cambiaran sus tenencias en dólares desde el exterior para poder consumir en el territorio nacional, ya que los dólares físicos cambiados en el país se verían afectados por un gravamen del 10%<sup>51</sup>. Si bien esta medida no prohibió la tenencia de dólares, constituyó un desincentivo a la entrada de dólares en efectivo.

A partir de ese momento, en Cuba circulan de manera conjunta dos monedas emitidas por el BCC: el peso cubano y el peso convertible<sup>52</sup>. Es por ello que a pesar de que la economía cubana ya no está parcialmente dolarizada, se mantiene presente el fenómeno de dualidad monetaria.

Además de la dualidad monetaria establecida en Cuba, existe un régimen cambiario dual. En el segmento de la población, los tipos de cambio son de 24-25 CUP por 1 CUC<sup>53</sup> y de 1 CUC por 1 USD, existiendo libre convertibilidad y un régimen de tipo de cambio fijo en ambas operaciones. En el sector empresarial los tipos de cambio son de 1 CUP por 1 CUC<sup>54</sup> y de 1 CUC por USD, en ambos casos el tipo de cambio es fijo con controles cambiarios. (Lage, 2011)

La dualidad monetaria acentuó la segmentación de mercados, aunque esta última no consistió únicamente en restringir el acceso a los mercados de acuerdo con el tipo de moneda, sino también según los agentes económicos (tipo de empresa, población, sector privado) que concurren a dichos mercados. La segmentación de la economía estaba presente en Cuba desde mucho antes y abarcaba otros elementos como el acceso a los créditos, a los mercados mayoristas, las tasas de interés, entre otros. (Pérez, Hernández, & Hidalgo, 2003)

---

<sup>51</sup> El gravamen perseguía por una parte, compensar los costos y riesgos asociados con el traslado físico de dólares hacia el exterior bajo las condiciones impuestas por el gobierno de EE.UU y por otra parte, motivar económicamente a todos los que ingresaban al país dólares en efectivo, a que lo hicieran por vías bancarias o con otras monedas.

<sup>52</sup> El peso convertible existía desde antes, pero su empleo como medio de pago y reserva de valor en el sector de la población era muy limitado.

<sup>53</sup> El tipo de cambio para la compra de CUC es de 25 CUP por 1 CUC, mientras que el tipo de cambio para la venta de CUC es de 24 CUP por 1 CUC.

<sup>54</sup> Este tipo de cambio se emplea para el sistema de contravalor, para acceder al CUC y obtener divisas, y para fines contables. (Lage, 2011)

La segmentación de mercado por tipo de monedas, consiste en la coexistencia del mercado estatal que opera en pesos cubanos y que tiene mayores restricciones de oferta, junto a la red minorista estatal que realiza sus transacciones en pesos convertibles y se distingue por una mayor oferta de bienes y servicios, tanto en calidad como en cantidad.

En el propio sector empresarial existe segmentación entre las empresas que operan con pesos cubanos y las empresas que manejan pesos convertibles. Esto sucede porque las empresas con ingresos en pesos cubanos no pueden comprar dólares para importar, y tampoco pesos convertibles para adquirir bienes y servicios de otras empresas nacionales que venden en esta moneda, a no ser que le sean asignados en el plan. Es decir, el peso cubano carece de convertibilidad en el sistema empresarial. (Vidal, 2007)

De igual manera, se da una segmentación entre el sector estatal y el sector de la población. Las personas y las empresas estatales no acceden a los mismos mercados de bienes, cambiarios y financieros. Aunque pueden existir algunas vías de comunicación entre ellos, existen regulaciones que imposibilitan el libre flujo monetario entre estos segmentos. Por esta razón se pueden confeccionar una serie de políticas para un sector, sin que esto implique afectaciones inmediatas para el otro. Algunos instrumentos monetarios como las tasas de interés y los tipos de cambio se manejan de forma diferente para cada sector. Por ejemplo, como se había mencionado anteriormente el tipo de cambio para la población vigente en Cadeca es actualmente de 24-25 CUP por 1 CUC, sin embargo para el sistema empresarial el tipo de cambio es de 1 CUP por 1 CUC.

Dada la segmentación entre el sector de la población y el sector estatal, en los análisis efectuados en el campo monetario se hace distinción entre ambos. Esta separación no suele realizarse en otras economías, pero en Cuba se hace necesario evaluar de forma separada ambos sectores, por esta razón pudiera emplearse la denominación de política monetaria segmentada. En la práctica lo que ocurre es que el Banco Central inyecta dinero al sistema financiero y al Presupuesto del Estado, a través de instrumentos como la ventanilla de descuento

y la monetización del déficit fiscal, respectivamente. Luego, se produce una redistribución del circulante emitido entre el sector estatal y la población, lo que también es objetivo de la política monetaria, en vistas a mantener controlados los niveles de inflación en el segmento de la población. Es por ello que la política monetaria tiene dos planos de análisis, un primer plano asociado a la emisión de dinero en la economía, y un segundo plano relacionado con la redistribución de ese dinero ya emitido entre el segmento estatal y la población.

Lo antes expuesto implica que la emisión efectuada por el BCC, no se traduzca directamente en presiones inflacionarias en el sector de la población. Por ejemplo, si en un determinado período el déficit fiscal es elevado, y se financia vía monetización, según la teoría esto debería traducirse en presiones inflacionarias. Sin embargo, en las condiciones de Cuba, si el Gobierno emplea este dinero en capitalizar empresas, y por ninguna vía este circulante se filtra hacia la población, no ocurrirá un incremento de los precios en los mercados de precios no regulados. De la misma manera, si el sistema empresarial recibe créditos provenientes del sistema financiero, y este dinero no se emplea para realizar incrementos salariales, sino para liquidar cuentas por pagar y por cobrar entre las propias empresas, igualmente no se incrementa el dinero en manos de la población y los precios en los mercados no regulados se mantendrán invariables. Por otra parte, puede darse el caso de que sin aumentar el déficit fiscal, o incluso existiendo superávit, se generen procesos inflacionarios, debido a que el sistema empresarial aumente el pago a sus trabajadores, o el sistema financiero otorgue mayor cantidad de créditos a la población, sin que el país cree la oferta de productos y servicios necesarios para absorber este dinero adicional inyectado en el sector de la población.

En los últimos años la política monetaria se ha ejecutado de manera más activa en el sector de la población, por ser en este donde se localizan los mercados de libre formación de precios y donde finalmente, pueden manifestarse desequilibrios y presiones inflacionarias. El sistema empresarial presenta una serie de características que limitan el funcionamiento de los mecanismos de transmisión y

el efecto de las operaciones monetarias en este sector, lo cual disminuye la sensibilidad de las empresas a las variaciones del crédito, las tasas de interés y la demanda agregada. Entre estas características se encuentran: que el sistema empresarial opera bajo un plan mediante el cual se asignan centralizadamente recursos como el combustible, entre otros; presencia de controles cambiarios para el acceso a la divisa y precios regulados. Además existen excesos de liquidez en pesos cubanos<sup>55</sup> y un alto incumplimiento de cobros y pagos.

Teniendo en cuenta lo antes mencionado, las autoridades del BCC han señalado que la política monetaria tiene como objetivo el control de la oferta monetaria en manos de la población (Pérez, Hernández, & Hidalgo, 2003). Es por ello que el esquema monetario, así como muchas de las herramientas analíticas que emplea el BCC han estado más enfocadas a este segmento de la economía cubana<sup>56</sup>.

No obstante, en los últimos años se ha expandido el alcance de este análisis al resto de la economía. Aunque el dinero emitido en el sector estatal, no ejerce presión automáticamente sobre los precios, tienen otros efectos nocivos para la economía. La sobreemisión de dinero que llega al sector empresarial, es la fuente principal de los excesos de liquidez existentes en el sistema financiero, además constituye un agravante a los problemas de inconvertibilidad de las monedas nacionales, lo que obligaría al país a mantener la asignación centralizada de divisas.

A modo de resumen, se puede señalar que las características fundamentales del entorno monetario cubano son: predominio de la planificación, existencia de dualidad monetaria y cambiaria, tipos de cambios fijos y controles de capital, presencia de segmentación de mercados por monedas y agentes económicos, y manejo de la política monetaria de manera segmentada.

---

<sup>55</sup> A inicio de los años 90 la monetización del excesivo déficit fiscal como resultado de la crisis, inundó de pesos cubanos el sistema empresarial. Como en este sector se ha mantenido un mayor control de precios, hay mayor segmentación de mercado y el peso cubano carece de convertibilidad, todavía existen excesos de liquidez en las cuentas corrientes de las empresas. (Vidal, 2007)

<sup>56</sup> Para profundizar más acerca del Esquema de Política Monetaria para el segmento de la población véase los trabajos de Vidal (2007) y Pérez (2011).

### **3.1.2 Entorno financiero**

En Cuba existe un sistema financiero de dos niveles integrado por el Banco Central y un grupo de instituciones que incluyen bancos comerciales y entidades financieras no bancarias. La estructura actual del sistema financiero es resultado de un proceso de transformación gradual que tuvo lugar desde mediados de los años 90, como parte de otras reformas implementadas para hacer frente a la crisis acontecida en el país desde inicios de esta década.

Actualmente el sistema financiero está conformado por un Banco Central, nueve bancos y dieciséis instituciones financieras no bancarias. El conjunto de bancos comerciales está integrado por: 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-Cuba S.A (BIVC), Banco Nacional de Cuba (BNC) y Banco de Inversiones (BDI). Además existen una serie de instituciones financieras no bancarias y oficinas de representación<sup>57</sup> de bancos extranjeros, entre las que se encuentran CADECA S.A, FINCIMEX S.A y ARCAZ S.A.

La autoridad rectora del sistema financiero cubano es el Banco Central de Cuba (BCC), por lo cual está encargado de regular y supervisar las instituciones financieras bancarias y no bancarias, así como las oficinas de representación radicadas en el país.

Desde su establecimiento en 1997, el BCC es la organización rectora de la supervisión bancaria, el sistema de pago y la política monetaria y cambiaria. El BCC ha tenido por objeto: velar por la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, contribuir al equilibrio económico y al desarrollo ordenado de la economía (Banco Central de Cuba, 1997).

---

<sup>57</sup> 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)

La implementación de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) en Cuba requiere de la participación activa de los bancos comerciales, es por ello que a continuación se dedica un breve espacio a comentar acerca de su funcionamiento de forma general<sup>58</sup>.

Si bien todos los bancos comerciales poseen licencia universal para ejercer a cabalidad las funciones de la banca, la dualidad monetaria y la segmentación existente en la economía cubana han conducido a que en la práctica cada uno de ellos se haya especializado por tipos de operaciones, moneda y agentes económicos.

En este sentido, se puede mencionar que los bancos que concentran la mayor parte de las operaciones en el sistema financiero cubano son: BFI, BICSA, BANDEC, BPA y BANMET. Los dos primeros se han especializado en las operaciones con el exterior que involucran fundamentalmente el uso de divisas y pesos convertibles. El resto se ocupa de las operaciones a lo interno de la economía nacional. BANDEC se ha concentrado en la realización de operaciones con el sistema empresarial y con el sector agropecuario, BPA se ha especializado en las operaciones con personas naturales, y BANMET opera tanto con personas naturales como jurídicas, pero solo brinda servicios en la capital. Estos tres últimos bancos poseen el peso fundamental en el sistema financiero y pueden considerarse la principal vía de conexión entre el sistema bancario y el sector real de la economía.

La segmentación y especialización de los principales bancos comerciales del país conduce a que estos presenten marcadas diferencias en cuanto a rentabilidad y liquidez. (Roselló, 2013)

El Banco de Crédito y Comercio (BANDEC) cuenta con activos rentables de corto y mediano plazo, ya que su actividad principal se ha centrado en ofrecer créditos a las empresas; al mismo tiempo la mayor parte de sus pasivos son cuentas corrientes y su tasa de interés es 0, por lo que estas cuentas no implican costo

---

<sup>58</sup> Para profundizar en las actividades de cada banco comercial véase Anexo 14.

alguno para su balance. Es por ello que BANDEC no presenta problemas de rentabilidad, pero sí escasas de liquidez debido a la gran demanda de créditos por parte del sector empresarial.

Los créditos otorgados por el Banco Popular de Ahorro (BPA) han sido escasos y en su gran mayoría han estado asociados a los créditos sociales, sin embargo, este banco ha sido el principal captador de recursos de la población. Una parte significativa de los depósitos provenientes de este segmento han sido a plazo fijo, los cuales constituyen un mayor costo para el banco. Es por ello que BPA posee gran cantidad de pasivos costosos y pocos activos rentabilizando, por lo que a diferencia de BANDEC, presenta baja rentabilidad y altos niveles de liquidez.

El Banco Metropolitano realiza operaciones con ambos agentes, concediéndole créditos a las empresas y captando recursos de la población, pero como este banco opera en la capital sus pasivos son elevados, es por ello que se encuentra en una situación de niveles medios de rentabilidad y liquidez.

Las instituciones que integran el sistema financiero cubano, deben cumplir las regulaciones establecidas por la Oficina de Supervisión Bancaria en lo concerniente a concentración de riesgos, política de provisiones, requerimientos de capital mínimo, etc. Estas regulaciones están conformadas a partir de las recomendaciones propuestas por los protocolos conocidos como BASILEA I y II, emitidos por el Banco Internacional de Pagos. (Pérez, 2011)

Actualmente si los bancos comerciales presentan problemas en sus niveles de liquidez acuden directamente al Banco Central. Tal situación se genera por la inexistencia de un mercado interbancario en Cuba, que brinde mayores posibilidades a los bancos comerciales para la gestión de su liquidez. Sin embargo, dada las ventajas que aportaría la implementación de un mercado interbancario<sup>59</sup>, en los últimos años este tema ha sido centro de atención del BCC.

---

<sup>59</sup> Algunas de las ventajas del desarrollo del mercado interbancario son: optimiza la gestión de liquidez del sistema financiero; permite estructurar un sistema de tasas de interés más racional; posibilita que el sistema financiero satisfaga sus requerimientos de liquidez a partir de sus propias reservas, sin necesidad de emisión primaria; incrementa la capacidad regulatoria del Banco

En este sentido, los mayores avances han estado asociados a la creación de un marco legal que regule la implementación de un mercado interbancario<sup>60</sup>. Es importante señalar que el funcionamiento de un mercado interbancario, revolucionaría la manera de operar del sistema financiero cubano.

Con relación a los aspectos institucionales de la política monetaria, es necesario plantear que para el diseño e implementación de la misma en el Banco Central existe el Comité de Política Monetaria. Dicho Comité se reúne periódicamente para analizar las diferentes variables vinculadas a los mercados monetarios y decidir los cambios en los instrumentos de política monetaria. Adicionalmente, se discuten y toman otras decisiones en relación con la política financiera del país.

Para establecer una coordinación entre las distintas políticas e instituciones que están implicadas en el mantenimiento de la estabilidad monetaria, existe el Grupo de Análisis del Saneamiento de la Finanzas Internas (GASFI). El GASFI se encuentra integrado por altos directivos del Ministerio de Economía y Planificación (MEP), del Ministerio de Finanzas y Precios (MFP), del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social (MTSS), del Ministerio de Comercio Interior (MINCIN), y del Banco Central de Cuba (BCC). Este Grupo se reúne bimensualmente con el propósito de coordinar y planificar las acciones que cada una de las instituciones debe realizar para gestionar y garantizar el equilibrio monetario en el sector de la población. Lo anterior representa un espacio de concurrencia de la política monetaria, la política fiscal y la planificación, y en la práctica constituye la autoridad monetaria nacional en lo concerniente a garantizar el equilibrio monetario en el segmento de la población. (Pérez, 2011)

La interrelación existente entre la política fiscal y la política monetaria es un elemento de gran importancia en la comprensión de la institucionalización de la política monetaria. En Cuba la carencia de un mercado primario de deuda pública,

---

Central, ya que no solo va a ser capaz de recibir señales a través del mercado interbancario, sino que también va a poder transmitir las al sistema; potencia el uso de instrumentos indirectos. Para más detalles véase los trabajos de Pérez & Lage (2012) y Roselló (2013).

<sup>60</sup> Las bases legales que avalan el funcionamiento del mercado interbancario son la Resolución No.91/2011 del BCC y la Carta Circular No.3/2012 de la Dirección General de Tesorería.

condujo a que hasta hace solo dos años el financiamiento del déficit fiscal se efectuase completamente con un préstamo en pesos cubanos que realizaba el Banco Central directamente al Presupuesto del Estado. El fisco no cuenta con un plazo establecido para devolver el principal de la deuda, solamente debe pagar al Banco Central un interés anual del 1%. La monetización del déficit fiscal es una fuente de emisión primaria de pesos cubanos que no es controlada directamente por el Banco Central. El Banco Central no puede financiar un déficit mayor al aprobado anualmente por la Asamblea Nacional, y desde mediado de los años 90 la proporción déficit fiscal/PIB se ha mantenido baja. (Vidal, 2007)

Si bien en Cuba no existe un mercado de deuda pública, a partir de 1998 se autorizó que los bancos comerciales compraran parte de la deuda pública interna en manos del Banco Central, a cambio estos reciben la tasa de interés que paga el presupuesto (1%). Por otra parte, el Banco Central tiene el compromiso de recomprar la deuda en el momento en que los bancos comerciales lo soliciten, sin que exista un plazo establecido para ello. En todos los casos, la deuda adquirida por los bancos comerciales ha correspondido a deuda de períodos anteriores y no del año corriente (Pérez, Hernández, & Hidalgo, 2003). Este mecanismo fue establecido como una vía para que los bancos comerciales rentabilizaran sus excesos de liquidez. Es importante señalar que esto representa otra fuente de emisión primaria no controlada por el BCC, ya que los bancos comerciales pueden recuperar este dinero invertido en deuda pública cuando lo requieran para efectuar sus operaciones. Actualmente en el marco de la implementación del mercado interbancario, el BCC está transformando este mecanismo con vistas a restringir primero y eliminar después esta fuente de emisión<sup>61</sup> y obtener un mayor control de la emisión primaria.

De manera general se puede señalar que el sistema financiero cubano presenta bajo desarrollo y existe una escasa participación del mercado, predominando las

---

<sup>61</sup> Según Roselló (2013) si el mecanismo de compra/venta de deuda pública continúa vigente, los bancos no tendrán incentivo a utilizar el mercado interbancario, pues a pesar de obtener menor rentabilidad, debido a la insuficiencia de conocimiento de los directivos de los bancos, resultaría más factible continuar empleando este mecanismo.

relaciones administrativas. No obstante, en los últimos años se han venido realizando una serie de esfuerzos que están encaminados a lograr un mayor desarrollo en su funcionamiento, lo que requiere necesariamente de la incorporación de instrumentos indirectos en el manejo monetario. Dentro de esta lógica, las OMA podrían jugar un papel fundamental.

### **3.2 Necesidad de incorporar las OMA en el arsenal monetario del BCC**

Tomando como referencia las peculiaridades del entorno monetario y financiero cubano, en este epígrafe se examina de manera general la necesidad de emplear de forma activa instrumentos indirectos de regulación monetaria; y se analiza de manera particular porqué sería necesario incorporar específicamente las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) como un instrumento adicional en el Esquema de Política Monetaria del Banco Central de Cuba (BCC). Para tal análisis no solo se puede considerar la importancia a nivel internacional que poseen las OMA, sino también las circunstancias imperantes en la economía cubana que permiten avalar la necesidad de utilizar tal instrumento para gestionar y controlar de manera más efectiva la oferta monetaria en la economía.

#### ***3.2.1 Necesidad de emplear instrumentos indirectos***

Las características peculiares del entorno monetario y financiero cubano, implican que los instrumentos empleados tradicionalmente para gestionar y controlar la liquidez en circulación, presenten también sus particularidades.

En primer lugar, existe una segmentación entre los instrumentos con que opera el Banco Central, es decir, existen instrumentos que impactan el entorno monetario general e instrumentos que tienen una influencia más limitada al segmento monetario de la población. A su vez, ocurre que los mismos instrumentos monetarios (tipo de cambio y tasa de interés) se manejan de forma diferente para el segmento de la población y el segmento empresarial.

En segundo lugar, no todos los instrumentos monetarios son manejados con total independencia por el Banco Central, ya que existen instrumentos que pueden ser calificados como monetario-fiscales. Por ejemplo, existe un arreglo institucional que limita el déficit fiscal y con ello la expansión de la base monetaria a través del Crédito Neto al Gobierno<sup>62</sup> (Pérez, 2011). Esto evidencia que el grado de interacción existente entre la política fiscal y la política monetaria constituye un elemento necesario para alcanzar el equilibrio monetario tanto en el corto, como en el mediano y largo plazo.

Además, puede mencionarse que para el segmento de la población, la autoridad monetaria está más allá del Banco Central, y juega un rol fundamental el ya mencionado Grupo Asesor para el Saneamiento de las Finanzas Internas (GASFI), donde como se había explicado anteriormente concurren directivos de otras instituciones que tienen que ver con el manejo monetario en el sector de la población. Es por ello que existen instrumentos tan sui generis como: la coordinación en el diseño de las políticas relacionadas con los ingresos de la población y la oferta minorista estatal de bienes y servicios; y la asignación puntual de moneda libremente convertible al Ministerio de Comercio Interior (MINCIN), para incrementar o reducir la oferta de bienes y servicios, y regular así la cantidad de dinero en circulación en el segmento de la población en coyunturas específicas.

En tercer lugar, dadas las condiciones del entorno monetario y financiero cubano, los instrumentos más empleados por el Banco Central responden a la clasificación de instrumentos directos. En este sentido, el control del crédito, de las tasas de interés y del tipo de cambio, así como los instrumentos mencionados anteriormente, han jugado el papel protagónico en la regulación monetaria<sup>63</sup>.

---

<sup>62</sup> Crédito Neto al Gobierno: Está derivado de los financiamientos y las obligaciones del BCC con el Ministerio de Finanzas y Precios y otras instituciones gubernamentales. Los movimientos de esta cuenta son resultados de la monetización del déficit fiscal, las operaciones de compra/venta de deuda pública con los bancos comerciales y las variaciones de otros activos y pasivos del Banco Central con el Gobierno. El Crédito Neto al Gobierno se divide para separar las operaciones del Banco Central con las dos instituciones que operan en la economía (Presupuesto y Cuenta de Financiamiento Central), porque poseen diferente operatoria y naturaleza legal. (Lage, 2011)

<sup>63</sup> Para profundizar más acerca del empleo de los instrumentos directos en Cuba, véase los trabajos de Pavel (2007) y Pérez (2011).

El modelo de planificación centralizada imperante en Cuba, ha tenido un impacto directo en la forma de operar la política monetaria, conduciendo a la existencia de un sistema bancario altamente regulado y a un sistema financiero muy poco desarrollado. Ambas características, junto a la presencia de un entorno monetario complejo, justifican de cierta forma el empleo recurrente de instrumentos directos, con los cuales hasta la actualidad, se ha manejado la política monetaria. Sin embargo, es innegable que estos carecen de la flexibilidad requerida. El manejo administrativo de todos estos instrumentos, restringen el automatismo necesario en las cuestiones monetarias y financieras, lo que a mediano y largo plazo tiene un efecto desfavorable sobre la eficiencia y eficacia del sistema financiero. Todos estos elementos constituyen una restricción para el manejo efectivo de la política monetaria.

El empleo de instrumentos directos ha limitado la competencia entre los integrantes del sistema financiero. Además, se ha visto afectado el protagonismo de los bancos comerciales en su operatoria, ya que su capacidad de decisión ha estado restringida de manera notable, siendo un desincentivo al incremento de los niveles de eficiencia del sistema financiero.

Los instrumentos directos han limitado la transparencia y comunicación, por lo que el Banco Central está aislado de las señales y necesidades del sistema bancario, lo que pudiera ser aprovechado como una herramienta de gran utilidad en el manejo monetario. La determinación centralizada de las tasas de interés, el tipo de cambio o los niveles de crédito, ha conducido a que exista una disociación importante entre los parámetros establecidos y las necesidades de la economía, generando o agravando los desequilibrios en el orden monetario y cambiario en la economía cubana.

El hecho de que el BCC opere con instrumentos directos, implica que los mecanismos de transmisión de la política monetaria no transiten por el sistema financiero, lo que limita el conocimiento acerca de la reacción espontánea que los bancos comerciales y los agentes económicos pudieran tener ante una determinada política por parte de la autoridad monetaria.

Las diferentes condiciones en que se encuentran los principales bancos comerciales del país, en términos de liquidez y rentabilidad (mencionadas en el epígrafe anterior), es muestra de las limitaciones y poca flexibilidad que brindan los instrumentos directos.

Otra particularidad en el manejo de la política monetaria en Cuba está asociada a la pobre utilización de instrumentos indirectos convencionales. A pesar de que existe un marco legal que regula el empleo del encaje legal y la ventanilla de descuento, en la práctica no se ha operado activamente con estos instrumentos.

El régimen de encaje legal para el sistema bancario cubano se incorporó en 1998 mediante la Resolución No.64. Esta resolución dispuso que el cómputo del encaje fuera mensual y se calcularía tomando los saldos al cierre del mes. Además, se plantea que el encaje legal debe estar constituido por depósitos en el Banco Central, por los cuales los bancos no reciben remuneración. Sin embargo, en la práctica actual se les ha permitido invertir el encaje en deuda pública, rentabilizándolo a un 1%. Inicialmente los bancos tenían que mantener durante este período un saldo diario fijo de encaje.

Actualmente el encaje legal se encuentra regulado por la Resolución No.32/2010<sup>64</sup>, la cual define que el encaje legal está constituido por las reservas que los bancos comerciales están obligados a mantener en el Banco Central por los depósitos a la vista en pesos cubanos o pesos convertibles, mediante depósitos en el Banco Central o inversión en deuda pública por los bancos.

Esta resolución introdujo que para el cumplimiento de las reservas obligatorias se tendría en cuenta los saldos promedios durante el mes, por lo que los bancos comerciales no se ven obligados a mantener un saldo diario fijo de encaje. Tal medida persigue dotar a los bancos de mayor flexibilidad en el manejo de su liquidez.

Como parte de la implementación de los Lineamientos aprobados en los marcos del VI Congreso del Partido, en el año 2011 entró en vigor el Decreto-Ley No.289,

---

<sup>64</sup> Con el establecimiento de la Resolución No.32/2010 quedó derogada la Resolución No.64/1998.

a partir del cual se actualizó la política crediticia cubana, incrementándose los sujetos con acceso a préstamos bancarios. Para que los bancos tuvieran mayor cantidad de recursos disponibles para conceder créditos, el Comité de Política Monetaria decidió reducir la tasa de encaje para los depósitos a la vista en pesos cubanos de 10% a 5%. Tal medida resultó innecesaria por dos razones fundamentalmente: 1) el exceso de liquidez permanente en las instituciones bancarias (Roselló, 2013), implica que aunque se hubiera mantenido el encaje legal en un 10%, los bancos contarían con recursos disponibles suficientes para hacer frente a la demanda de créditos generada; 2) la trayectoria de la demanda de crédito se ha comportado por debajo de los niveles esperados.

El otro instrumento indirecto, cuyo uso está regulado en Cuba es la ventanilla de descuento. Al respecto está establecido que la ventanilla de descuento es el conjunto de operaciones mediante las cuales el BCC suministra liquidez al sistema bancario. En Cuba la ventanilla de descuento se encuentra integrada por tres servicios: el servicio permanente de crédito, la ventanilla especial de descuento y el servicio de prestamista de última instancia.

El servicio permanente de crédito está encaminado a resolver problemas de iliquidez inmediata. Este servicio se concede a través del sobregiro automático en las cuentas corrientes de los bancos comerciales en el Banco Central. Los créditos ofrecidos por el BCC a los bancos comerciales son de muy corto plazo (Banco Central de Cuba, 2011), actualmente esta asistencia se realiza por 5 días. El uso periódico de este servicio por algún banco debe ser interpretado como una señal de problemas transitorios de iliquidez y demandará un análisis del superintendente del BCC, cuyo dictamen debe ser discutido en el Comité de Política Monetaria.

La ventanilla especial de descuento está dirigida a apoyar las inversiones priorizadas del Estado ante iliquidez del sistema o desbalance de plazos de los bancos comerciales. Sin embargo, hasta la actualidad, no se ha requerido su uso, principalmente debido a la existencia de excesos de liquidez en manos del sistema financiero.

El servicio de prestamista de última instancia persigue solucionar los problemas de iliquidez transitoria<sup>65</sup>. Este servicio está regulado por la Resolución No.33/2010, la cual establece que los apoyos transitorios de liquidez se concederán teniendo en cuenta una serie de condiciones: su plazo no puede superar los 60 días hábiles, se aplica una tasa de interés determinada por el Comité de Política Monetaria, deben estar respaldadas con títulos o valores de fácil realización elegibles por el Banco Central o garantías debidamente colateralizadas. Además, está establecido que los bancos que requieran de este tipo de asistencia quedan sujetos a una continua fiscalización por parte del Banco Central.

La posibilidad que tienen los bancos comerciales de regular su liquidez a través del mecanismo de compra/venta de deuda pública, en la práctica, ha limitado considerablemente el uso de la ventanilla de descuento. En la medida en que el BCC elimine dicho mecanismo y proceda a eliminar también los excesos de liquidez del sistema financiero, es previsible que este instrumento pueda ir alcanzando mayor protagonismo.

También está regulado el servicio permanente de depósito<sup>66</sup>, el cual se refiere a la posibilidad de realizar depósitos remunerados en el Banco Central. Como en Cuba todavía no se remuneran los depósitos en el BCC, este servicio en la práctica se materializa mediante la compra por parte de los bancos comerciales de la deuda pública en poder del BCC o a partir de la constitución de depósitos que determine la autoridad monetaria. (Pérez & Lage, 2012)

En los últimos años el BCC ha efectuado acciones para incorporar elementos financieros en la conducción de la política monetaria, sin que ello implique renunciar a la planificación y al uso de instrumentos directos. El propósito de desarrollar un mercado interbancario eficiente constituye un ejemplo de ello. En este sentido, el reordenamiento del entorno monetario cubano, debe nutrirse

---

<sup>65</sup> Se considera que un banco presenta iliquidez transitoria cuando siendo solvente en el largo plazo, puede tener problemas coyunturales de liquidez para cubrir sus obligaciones, que no puede resolver con otras fuentes de financiamiento. (Banco Central de Cuba, 2010)

<sup>66</sup> Resolución No.91/2011 del BCC.

inevitablemente de instrumentos que permitan regular indirectamente la liquidez en el sistema bancario.

Las limitantes del empleo de instrumentos directos, junto a un contexto donde son prometedores los cambios en el orden monetario, hace preciso replantearse la necesidad de incorporar de forma activa instrumentos indirectos que aporten una mayor flexibilidad, transparencia, eficiencia y eficacia en el manejo de la política monetaria.

Es importante señalar que si bien esta investigación defiende la necesidad de incorporar en Cuba instrumentos indirectos de regulación monetaria, no niega el significativo papel que han desempeñado los instrumentos directos en la conducción de la política monetaria hasta la actualidad y también en el futuro. Es por ello que el BCC debe nutrirse de las ventajas que ofrecen los instrumentos indirectos, sin renunciar a los instrumentos directos, que también han demostrado tener cierta efectividad dadas las características de nuestro sistema financiero.

### ***3.2.2 Necesidad del uso de las OMA***

En el epígrafe anterior se había comentado que aunque en Cuba existe un marco legislativo que regula el encaje legal y la tasa de descuento, los instrumentos indirectos no han desempeñado un rol protagónico en el manejo de la política monetaria. Después de haber explicado la necesidad de emplear activamente este tipo de instrumentos en la operatoria del Banco Central de Cuba (BCC), a continuación se procede a analizar la necesidad de incorporar específicamente las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) como un instrumento adicional de regulación de la liquidez, que aportaría una mayor eficiencia y eficacia en la conducción de la política monetaria por parte del BCC.

Podría pensarse que apostar por el empleo de las OMA en Cuba constituye una utopía, en primer lugar por la existencia de un sistema financiero muy poco desarrollado y con muy escasa participación del mercado; y en segundo lugar porque otros instrumentos indirectos como el encaje legal y la tasa de descuento, a pesar de que están regulados legalmente no se han logrado utilizar de forma

efectiva. Al respecto, defendemos que la utilización adecuada de las OMA permitiría aprovechar su principal ventaja (la flexibilidad) para adaptar este instrumento a nuestras condiciones y necesidades; y a su vez, potenciaría el uso del encaje legal y la tasa de descuento en el manejo de la política monetaria.

La incorporación de las OMA a la cartera instrumental del BCC, dota a esta institución del instrumento más flexible, eficiente y eficaz para realizar correcciones coyunturales que son necesarias para alcanzar en el corto plazo la trayectoria del equilibrio monetario definido en el plan. La planificación monetaria debe ser concebida como el instrumento fundamental de sintonía gruesa para el mediano y largo plazo, mientras que otros instrumentos pueden asegurar la sintonía más fina que requiere el corto plazo (Pérez, 2011), en este punto es donde las OMA pueden alcanzar todo su potencial. De esta forma, es necesario en nuestras condiciones la combinación de la planificación monetaria con instrumentos de mercado como las OMA, que permitan ejecutar de manera más efectiva la política monetaria.

La necesidad de utilizar las OMA en Cuba, está muy vinculada a la implementación del Mercado Interbancario. En este sentido, la Resolución No.91/2011, dispone que: *“El Banco Central de Cuba regulará de forma indirecta la tasa de interés en el mercado interbancario (...) por la realización de operaciones de mercado abierto por medio de la venta o compra de títulos”*. Inicialmente la principal función de las OMA será regular la liquidez en el mercado interbancario, es por ello que resulta de gran importancia la introducción de este instrumento, ya que puede tributar al funcionamiento más eficiente de este mercado.

A través del mercado interbancario, el Banco Central recibe señales sobre la situación de liquidez en el sistema financiero. Uno de los mecanismos empleados para regular la operatoria del mercado interbancario es el sistema canal corredor, a través del cual se mueve la tasa de interés interbancaria. Precisamente empleando las OMA, la autoridad monetaria puede regular la liquidez cuando sea necesario (exceso o carencia de liquidez). De esta forma, si la tasa interbancaria

se pega al techo del canal corredor, significa que existen necesidades de liquidez en el mercado interbancario, ante esto el Banco Central podría inyectar dinero al sistema financiero mediante una compra de títulos en poder de los bancos. De la misma manera, si la tasa interbancaria se pega al piso del canal corredor, el Banco Central puede a través de la operación inversa, retirar los excesos de liquidez existentes.

El empleo de las OMA podría ayudar a eliminar importantes desajustes existentes en el orden financiero, que impactan de manera negativa la reestructuración del entorno monetario cubano. Como resultado de los desequilibrios monetarios ocurridos en los años 90, se generaron importantes excesos de liquidez en la economía, que se acumularon finalmente en el sistema bancario a través de las cuentas de ahorro de las personas y las cuentas corrientes de las empresas, lo que condujo a la existencia de una gran cantidad de pasivos inmovilizados en las cuentas de los bancos. Los excesos de liquidez también se han visto incrementados como resultado de la monetización del déficit fiscal.

Este exceso de liquidez en el sistema, junto a otros factores, limita el funcionamiento del mercado interbancario en Cuba<sup>67</sup>, restringe considerablemente la efectividad de utilizar el encaje legal y la tasa de descuento para implementar la política monetaria<sup>68</sup> y afecta la rentabilidad y eficiencia del sistema financiero.

Si el Banco Central emite sus propios títulos, y los vende a los bancos que presentan excedentes de liquidez, se lograría absorber el exceso de circulante en

---

<sup>67</sup> Al respecto Roselló (2014) plantea que el exceso de liquidez constituye un problema para el desarrollo eficiente del mercado interbancario, no obstante, considera que esto no representa un impedimento para que este mercado en un inicio pueda funcionar correctamente, dada las diferentes condiciones de partida en cuanto a la liquidez que presentan los bancos en la actualidad (algunos presentan déficits de liquidez y otros excesos de liquidez). Sin embargo, una vez se redistribuya este excedente, los bancos no tendrán incentivos para participar en el mercado interbancario, pues ya no presentarían insuficiencias de liquidez.

<sup>68</sup> La inmovilización de circulante en las cuentas corrientes de las empresas y la población, obliga a los bancos a mantener niveles de reservas excedentarias por encima de lo deseado, con lo cual el empleo del encaje legal es irrelevante. Al mismo tiempo, en condiciones de exceso de liquidez, la posibilidad de utilizar la tasa de descuento para afectar la liquidez pierde sentido. (Pérez, Hernández, & Hidalgo, 2003)

el sistema<sup>69</sup>. Ello eliminaría una de las trabas para el funcionamiento óptimo del mercado interbancario, y generaría a su vez un impulso para el empleo de otros instrumentos indirectos como el encaje legal y la tasa de descuento. Esta acción representaría en la práctica una primera y muy primitiva utilización de OMA, aunque probablemente tengan que llevarse a cabo de manera dirigida y sus elementos de mercado serían todavía muy escasos. No obstante, significaría un primer paso en la implementación de este tipo de instrumento.

Además, con el desarrollo de las OMA se crearían títulos-valores, que podrían ser utilizados como colaterales en las transacciones efectuadas en el mercado interbancario. Esto constituye otro ejemplo de la importancia que tendría el uso de las OMA para el funcionamiento adecuado del mercado interbancario y del sistema financiero en general.

Como explicamos con anterioridad en Cuba hay fuentes de emisión primaria que no son controladas directamente por el BCC, entre estas se encuentran la monetización de una parte del déficit fiscal y el mecanismo de compra/venta de deuda pública con los bancos comerciales. El empleo de las OMA permitiría a la autoridad monetaria contrarrestar los movimientos de estas partidas y ejercer un mayor control de la emisión.

Si bien se había señalado que toda fuente de emisión no genera necesariamente presiones inflacionarias, emisiones monetarias excesivas por el movimiento de algunas de las partidas anteriores, pueden conducir a graves trastornos como: la paralización de determinados sectores en la economía, incrementos de cuentas por cobrar, y la generación de pagos retenidos e impagos con el exterior (Lage, 2011). Ello traería consigo deterioro del nivel de actividad y desequilibrios en la balanza de pago (causando pérdidas de reservas internacionales o afectando el régimen de convertibilidad). Como resultado de esto último se pueden generar

---

<sup>69</sup> Ello también se lograría con el empleo de bonos del Gobierno.

presiones devaluatorias, en un momento donde es necesario establecer un tipo de cambio más realista entre el peso cubano y el peso convertible<sup>70</sup>.

Es importante señalar, las capacidades de las OMA para efectuar operaciones de esterilización, lo que a su vez revela las posibilidades de emplear este instrumento como mecanismo de estabilización de la base monetaria. Dada la importancia del Presupuesto del Estado en la economía cubana, cualquier transacción realizada por este, tiene impactos notables en la base monetaria. Por ejemplo, supongamos que el Gobierno extrae de su cuenta en el Banco Central 1 millón de pesos cubanos. La autoridad monetaria puede anular tal efecto sobre la base monetaria, retirando dinero del sistema bancario mediante una venta de títulos a los bancos por un valor de 1 millón de pesos. Este mecanismo en el cual las OMA cumplen la función principal, permitiría evitar que las transacciones del Presupuesto influyan sobre la emisión primaria de dinero.

Una de las acciones de mayor connotación estratégica que se ha llevado a cabo en el país en los últimos años está referida al establecimiento de un nuevo marco regulatorio y nuevas condiciones, con el fin de fomentar la inversión extranjera en Cuba. Se ha aprobado una nueva Ley de Inversión Extranjera<sup>71</sup> y se ha priorizado la promoción para las Zonas Especiales de Desarrollo (ZED). En este contexto, se espera una mayor entrada de capital externo con fines de inversión en el país. Ello aportará enormes beneficios a la economía nacional, sobre todo en lo referido a una mayor disponibilidad de divisas.

En las condiciones actuales de Cuba, donde la divisa que ingresa a la economía es asignada para su uso en el sector empresarial, no se hace necesario la esterilización de la moneda nacional emitida como resultado del incremento de la oferta de divisas. Sin embargo, en un contexto de aumento de los flujos externos, se da la posibilidad de acumular reservas internacionales por parte de las autoridades monetarias. En este caso, sí pudiera ser necesario esterilizar parte de

---

<sup>70</sup> Véase Nota Oficial sobre el Proceso de Unificación Monetaria en el periódico Granma del 22 de octubre de 2013.

<sup>71</sup> Véase Ley de Inversión Extranjera No.118/2014.

la moneda nacional emitida a cambio de las divisas, a fin de evitar presiones inflacionarias en la economía. En este esquema, el papel de las OMA pudiera ser fundamental, ya que es un instrumento extremadamente ágil y flexible, para actuar con rapidez en estos casos. Ante tal escenario, la autoridad monetaria puede efectuar una venta de títulos y bonos al sistema financiero y los agentes económicos, lo que permitiría extraer de la circulación los excesos monetarios creados y contribuir a la estabilidad monetaria.

De manera general, lo planteado demuestra que contar con un instrumento tan flexible como las OMA permitiría al BCC hacer frente a muchos de los cambios que se están gestando en el entorno económico cubano, ejercer un mayor control sobre la emisión e incrementar su autonomía en el control de la oferta monetaria, lo que sería de gran utilidad para evitar desequilibrios, alcanzar la estabilidad monetaria y brindar las condiciones para un mayor desarrollo de la economía.

### **3.3 Problemas para la implementación de las OMA**

Como se demostró en el epígrafe anterior, la incorporación de instrumentos indirectos, en especial las Operaciones de Mercado Abierto (OMA), en el manejo monetario del Banco Central de Cuba (BCC) representa una necesidad para el sistema financiero y la economía en general. Aunque podría pensarse que el empleo de las OMA es algo ilusorio, en los últimos años se han gestado una serie de avances que representan el preámbulo para la incorporación de este instrumento en la conducción de la política monetaria en Cuba.

El primero de estos avances está referido a la institucionalización del mercado interbancario. Si bien este mercado no ha comenzado a operar, como se había planteado anteriormente existe un marco legal que regula su funcionamiento. Es importante señalar que la operatoria del mercado interbancario y el empleo de las OMA en Cuba son aspectos que se complementan, por ello aunque el uso de las OMA contribuye en gran medida a resolver muchos de los problemas que actualmente limitan la operatoria del mercado interbancario, la implementación de

este mercado representa una puerta abierta para el perfeccionamiento de los instrumentos indirectos ya existentes y la incorporación de las OMA.

Otro de los cambios de mayor trascendencia que tributan al empleo futuro de las OMA, está asociado a los esfuerzos para eliminar el mecanismo de compra/venta de deuda pública por los bancos comerciales y crear un mercado primario de deuda pública. En este sentido, la Ley No.117 del Presupuesto del Estado para el 2014, estableció que el déficit fiscal será financiado mediante la emisión de bonos soberanos. El 70% de la deuda pública será sufragado con emisión secundaria, mientras que el restante 30% con emisión primaria. Estos bonos tienen un plazo de amortización desde uno hasta veinte años y una tasa de interés promedio anual del 2,5%. Tal medida favorece la creación de valores comercializables que podrán ser negociados posteriormente mediante OMA y que servirán de garantía además, para el funcionamiento del mercado interbancario.

La aprobación de un Mecanismo de Esterilización Monetaria (MEMO) representa otro paso de avance. Este mecanismo persigue contrarrestar el efecto en la base monetaria de cualquier operación de Crédito Interno, mediante la venta de títulos de valor emitidos por el BCC. Está establecido que solo se acudirá al MEMO si: es estrictamente necesario que los financiamientos que se esterilizan provengan del BCC (en caso contrario, el crédito lo puede brindar directamente un banco comercial sin necesidad de esterilización); y el Comité de Política Monetaria considera que existen excesos de liquidez en el sistema financiero que comprometan la estabilidad monetaria. Además, los títulos emitidos deben ser atractivos para los bancos comerciales desde el punto de vista de su rentabilidad y liquidez (deben superar el 1% de interés y ser fraccionados de manera que puedan ser utilizados en el mercado interbancario). La puesta en práctica de este mecanismo sería muestra de lo que en un inicio puede ser considerado como una primera aproximación al uso de las OMA en Cuba.

En la mayoría de las investigaciones<sup>72</sup> acerca del manejo de la política monetaria en Cuba, se plantea que el BCC no emplea OMA, debido a que no existe un mercado de deuda pública y tampoco el BCC ha emitido títulos propios con fines de regulación monetaria.

En este sentido, los planteamientos anteriores son alentadores, ya que los cambios que se comienzan a perfilar, entre otras cosas potencian la capacidad instrumental del BCC, ya que se crean condiciones propicias para el empleo efectivo de instrumentos indirectos, especialmente OMA.

Si bien se han comenzado a generar una serie de avances que podrían repercutir de manera favorable en el desarrollo de las OMA, actualmente existen un conjunto de problemas que entorpecen su futura implementación.

La existencia de un entorno monetario complejo y regulado de manera excesivamente administrativa, dificulta el uso de cualquier instrumento indirecto, en especial las OMA, ya que estos le conceden mayor importancia a las señales del mercado y requieren de flexibilidad, en función de ello permiten llevar a cabo la regulación monetaria de manera indirecta y descentralizada.

La presencia de relaciones administrativas y el predominio de instrumentos directos, conduce a la no existencia de un mercado. Esto constituye otro problema, porque es difícil conocer una tasa que sirva de referencia para la tasa de interés de los títulos comercializables a través de OMA.

La determinación centralizada de las tasas de interés<sup>73</sup> ha sido un elemento que ha caracterizado la operatoria del BCC. Esta práctica no puede ser extendida de forma permanente al empleo de OMA, porque modificaría su razón de ser y perturbaría su rápida capacidad de adaptación a las necesidades del mercado. El uso adecuado de OMA requiere que los títulos transados a través de estas

---

<sup>72</sup> Véase Pérez, Hernández & Hidalgo (2003); Vidal (2007); Pérez (2011); Vidal & Everleny (2014).

<sup>73</sup> Uno de los instrumentos directos con que opera el BCC es el control de las tasas activas y pasivas del sistema financiero. (Pérez & Lage, 2012)

operaciones sean atractivos para los agentes, y la tasa de interés juega un papel fundamental en este aspecto.

La existencia de un sistema financiero poco desarrollado y extremadamente sencillo, representa otra dificultad para el uso de las OMA. Ello no implica que las OMA no se puedan emplear en sus formas más primitivas e incipientes, pero los intentos por perfeccionar y desarrollar este instrumento si se verán de cierta forma limitados por las características de nuestro sistema financiero. En este sentido, el funcionamiento del mercado interbancario y del mercado de deuda pública, son elementos que podrán tributar a un mayor desarrollo del entorno financiero cubano.

La alta especialización y segmentación de los bancos ya explicada, representa otro inconveniente detectado. A pesar de que las instituciones bancarias poseen licencia universal, en la práctica sus operaciones son limitadas a una actividad específica, por lo que poseen activos y pasivos diferenciados por monedas y por tipo de agente económico (Roselló, 2013). Ello impide la interacción y competencia entre los bancos por el acceso a las fuentes de dinero y los sujetos de crédito. Tales aspectos junto a la presencia de pocos agentes en el sistema bancario, generan una serie de problemas para organizar adecuadamente un mercado. Tomando en consideración que las OMA tienen su base en el mercado, el no funcionamiento del mismo de manera adecuada, restringe la efectividad de este instrumento.

Si bien se han realizado avances en la institucionalización del mercado interbancario, todavía en la práctica no comienza a funcionar. Teniendo en cuenta que el mercado interbancario es un espacio donde los instrumentos indirectos como las OMA son más efectivos, la inexistencia de este mercado es uno de los factores que más limita el desarrollo de este instrumento. La implementación del mercado interbancario ofrecería señales más sólidas sobre las disponibilidades y necesidades de liquidez en el sistema, lo que constituye un referente de obligatoria consulta por la autoridad monetaria en el manejo de estas operaciones. El Banco Central para efectuar OMA necesita conocer la situación de liquidez del

sistema financiero, en este sentido, el mercado interbancario a través del movimiento de la tasa interbancaria brinda información efectiva acerca de las condiciones de liquidez de los bancos y del sistema en general.

La autoridad monetaria a través de OMA retira o inyecta liquidez mediante la compra o venta de títulos, es por ello que la carencia de títulos negociables constituye otro problema en el uso de este instrumento. En este sentido, la emisión de bonos soberanos y de letras de regulación monetaria por parte del BCC para la eliminación de los excesos de liquidez del sistema, representa un paso de avance en la creación de las condiciones necesarias para el uso de las OMA.

La existencia del mecanismo de compra/venta de deuda pública por parte de los bancos comerciales, constituye otro problema para la utilización de las OMA. Este mecanismo permite a los bancos regular su liquidez en función de sus necesidades, y mientras exista, las instituciones bancarias no tendrán incentivos a participar en el mercado interbancario (Roselló, 2013) y en las OMA, ya que por comodidad es más conveniente para ellos gestionar su liquidez por medio del mecanismo vigente. De esta forma el BCC no podrá efectuar un mayor control de la emisión primaria.

El predominio de la planificación centralizada en la conducción de la política monetaria, así como la carencia de la autonomía necesaria de los bancos comerciales para dirigir sus operaciones, de cierta forma han sido causantes de que estos no hayan desarrollado una cultura empresarial, lo que representa una limitante en el empleo de las OMA. En este sentido, el funcionamiento del mercado interbancario puede ser un catalizador en la creación de capacidades de autogestión de liquidez, inversión en títulos negociables, etc.

Los excesos de centralización en la planificación limitan la existencia de un mercado que ofrezca señales válidas de las condiciones del sistema financiero. Como se había mencionado anteriormente, ello provoca una preponderancia de relaciones administrativas que conducen a que en la práctica las primeras

operaciones de compra/venta de títulos probablemente sean dirigidas, por lo que no serían exactamente de “mercado abierto”; sin embargo, serían las bases para el futuro desarrollo de este tipo de operaciones.

El uso de las OMA, como un instrumento decisivo en el manejo de la política monetaria es algo novedoso. Es por ello que existe desconocimiento y falta de experiencia en los directivos, trabajadores bancarios y agentes económicos en general, en cuanto a cómo operar en estas nuevas condiciones, donde los mecanismos financieros comienzan a jugar un papel mucho mayor; y por tanto, el uso de instrumentos indirectos como las OMA y su vinculación con la planificación monetaria es fundamental.

Por tal motivo se puede señalar que otro problema existente para la implementación de OMA es la carencia de personal calificado en el empleo de estas operaciones, con conocimiento técnico para tomar decisiones oportunas de cómo utilizar OMA según las señales y necesidades del mercado, en función de los aspectos definidos en el plan. En este sentido, se hace necesario llevar a cabo acciones de capacitación que tributen a la formación de los encargados de dirigir estas operaciones.

La falta de experiencia en cuanto a cómo formular contratos, acuerdos y títulos, para llevar a cabo estas operaciones entre el BCC y las entidades bancarias es otra dificultad detectada. Asimismo, la carencia de un marco regulatorio que establezca los principales aspectos relacionados con las OMA (participantes, requisitos, modalidades, mecanismos, etc.) constituye un inconveniente para la implementación de estas operaciones.

En resumen se puede señalar que los principales problemas que entorpecen la implementación de las OMA son los siguientes: entorno monetario complejo (dualidad monetaria y cambiaria, segmentación de mercado por monedas y agentes económicos); no existencia de un mercado claramente definido; planificación excesivamente centralizada; sistema financiero poco desarrollado; presencia de pocos agentes, los cuales se encuentran segmentados y

especializados; no funcionamiento práctico del mercado interbancario; carencia de títulos negociables; existencia del mecanismo de compra/venta de deuda pública; desconocimiento y falta de experiencia en el empleo de OMA; carencia de un marco regulatorio para efectuar estas operaciones.

A pesar de ello, los cambios que se están efectuando en el entorno monetario y financiero están orientados en gran medida a resolver muchas de estas dificultades. No obstante, la mayor parte de estos problemas no impiden el funcionamiento de las OMA en sus formas menos desarrolladas. En un inicio estas operaciones pueden efectuarse como un instrumento de ajuste y con fines de esterilización monetaria. En la actualidad realizar OMA, quizás constituya todavía una utopía, pero en el futuro, será una realidad innegable.

## **Conclusiones**

- Los instrumentos de política monetaria juegan un papel importante dentro del esquema de política monetaria. Como los bancos centrales no pueden incidir directamente en sus objetivos finales, utilizan una serie de instrumentos que deben permitirle incidir sobre determinados indicadores que están conectados a través de algún mecanismo de transmisión con las variables que representan objetivos finales de política. Los instrumentos de regulación monetaria se clasifican en directos e indirectos.
- A medida que la política monetaria ha ido evolucionando y adquiriendo mayor complejidad, ha sido necesario transitar del uso de instrumentos directos a instrumentos indirectos, ya que estos últimos son más eficientes, flexibles, eficaces y posibilitan una mayor comunicación y transparencia en los mercados financieros. A pesar de esta tendencia de cierta forma generalizada, no se debe desestimar la importancia que poseen los instrumentos directos para manejar la política monetaria en países con sistemas financieros poco desarrollados, y operar en determinados momentos, especialmente en situaciones de crisis.
- Dentro del conjunto de instrumentos indirectos, las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) constituye el instrumento más eficiente, flexible y eficaz, por lo que permite regular con mayor efectividad la política monetaria. A diferencia del encaje legal y la tasa de descuento, el empleo de las OMA permite conducir la política monetaria con mayor precisión y su impacto en las condiciones de liquidez es inmediato, además, no implica trámites administrativos y costos de transacción. A través de las OMA se pueden modificar las condiciones de liquidez cuando sea preciso, por lo que permiten una rápida adaptación a las necesidades del mercado.
- El estudio de la experiencia internacional en el empleo de las OMA, permite afirmar que este instrumento es muy socorrido por los bancos centrales a nivel internacional. Las OMA han sido empleadas fundamentalmente con fines de esterilización, control de expectativas, para estimular la economía,

y regular presiones inflacionarias y cambiarias ante la entrada de capital externo e incremento de las reservas internacionales. En algunos casos las OMA son utilizadas para regular la liquidez del mercado interbancario, logrando así suavizar las fluctuaciones de la tasa de interés interbancaria y asegurando que esta permanezca dentro de los niveles fijados. Los esfuerzos por desarrollar un mercado de valores que contribuya a crear condiciones óptimas para el empleo de OMA, ha sido un denominador común en la mayor parte de los casos de estudio.

- Si bien el empleo de las OMA ha permitido a los bancos centrales alcanzar sus objetivos de política de manera general, es necesario señalar que en épocas de crisis tienden a perder efectividad para incidir en los niveles de liquidez y manejar el entorno monetario.
- En Cuba los instrumentos directos han sido empleados tradicionalmente para conducir la política monetaria. Aunque existe un marco legal que regula el funcionamiento de instrumentos indirectos como el encaje legal y la tasa de descuento, este tipo de instrumento no ha sido utilizado con fines de regulación monetaria. 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.
- Teniendo en cuenta las condiciones monetarias y financiera de la economía cubana, la incorporación de las OMA a la cartera de instrumentos del Banco Central de Cuba (BCC) constituye una necesidad. El empleo de las OMA además de incrementar la capacidad instrumental de la autoridad monetaria, permite eliminar muchos de los problemas que entorpecen la necesaria reestructuración del entorno monetario cubano. A través de las OMA se pueden eliminar los excesos de liquidez en el sistema financiero, lo que posibilitaría incrementar los niveles de rentabilidad y eficiencia de las instituciones bancarias, y potenciar la utilización activa de otros instrumentos indirectos. La incorporación de las OMA genera condiciones

necesarias para el funcionamiento óptimo del mercado interbancario, y permiten efectuar operaciones de esterilización y ajustes coyunturales de gran importancia en el logro de la estabilidad monetaria.

- La existencia de una serie de dificultades como: entorno monetario complejo, sistema financiero poco desarrollado y altamente regulado, presencia de pocos agentes segmentados y especializados, no funcionamiento práctico de mercado interbancario, entre otras, entorpecen la incorporación de las OMA a la cartera de instrumentos del BCC. A pesar de ello, se están desarrollando una serie de cambios en el entorno monetario que resuelven muchos de los problemas anteriores y constituyen avances para el desarrollo de las OMA en Cuba. No obstante la mayor parte de las dificultades enunciadas, no impiden en un inicio el empleo de las OMA en sus formas más simples.

## **Recomendaciones**

- Continuar profundizando en el estudio de otras experiencias internacionales en el empleo de Operaciones de Mercado Abierto (OMA), priorizando aquellas que presentan condiciones similares a Cuba. Ello complementaría los resultados obtenidos a partir de los casos de estudios que fueron analizados en la presente investigación.
- Crear un marco legal que regule el funcionamiento de las OMA en Cuba y defina los participantes, las modalidades, los requisitos y los mecanismo para llevar a cabo estas operaciones.
- Emplear inicialmente las OMA en Cuba como un instrumento de ajuste y con fines de esterilización monetaria.
- Desarrollar otras investigaciones que profundicen y sirvan de complemento a los análisis expuestos en el trabajo.
- Realizar un informe a partir de los elementos expuestos en esta investigación para entregarlo a la Dirección de Política Monetaria del Banco Central de Cuba (BCC).
- Incorporar los resultados obtenidos como material docente de apoyo a las asignaturas de Macroeconomía de la Facultad de Economía de la Universidad de La Habana.

## Bibliografía

- Banco Central de Costa Rica. (2013). Recuperado el 7 de mayo de 2013, de <http://www.bccr.fi.cr>
- Banco Central de Costa Rica. (2005). *Informe Económico. I Semestre/2005*. San José.
- Banco Central de Costa Rica. (2001). *Memoria Anual 2000*. San José.
- Banco Central de Costa Rica. (2004). *Programa Monetario 2004-2005*. San José.
- Banco Central de Costa Rica. (2006). *Programa Monetario 2006-2007*. San José.
- Banco Central de Costa Rica. (2002). *Regulaciones de Política Monetaria*. San José.
- Banco Central de Costa Rica. (2011). *Regulaciones de Política Monetaria*. San José.
- Banco Central de Costa Rica. (2005). *Revisión del Programa Monetario 2005-2006*. San José.
- Banco Central de Cuba. (2012). *Carta Circular No.3/2012 de la Dirección General de Tesorería*. La Habana.
- Banco Central de Cuba. (1997). *Decreto-Ley No.172/1997*. La Habana.
- Banco Central de Cuba. (2010). *Resolución No.33/2010*. La Habana.
- Banco Central de Cuba. (2003). *Resolución No.65/2003*. La Habana.
- Banco Central de Cuba. (2004). *Resolución No.80/2004*. La Habana.
- Banco Central de Cuba. (2011). *Resolución No.91/2011*. La Habana.
- Banco Central de República Dominicana. (2013). *Banco Central de República Dominicana*. Recuperado el 15 de abril de 2013, de <http://www.bancentral.gov.do>
- Banco Central de República Dominicana. (2007). *Código Monetario y Financiero de República Dominicana*. Santo Domingo.

- Banco Central de República Dominicana. (2010). *Estrategia para la implementación de un Esquema de Metas de Inflación en República Dominicana*. Santo Domingo: Comisión para la Implementación y Seguimiento de la Estrategia de Metas de Inflación.
- Banco Central de República Dominicana. (2003). *Informe de la economía dominicana. Enero - Marzo 2003*. Santo Domingo.
- Banco Central de República Dominicana. (2004). *Informe de la economía dominicana. Enero-Diciembre 2003*. Santo Domingo.
- Banco Central de República Dominicana. (2012). *Informe de Política Monetaria*. Santo Domingo: Departamento de Programación Monetaria y Estudios del Banco Central de República Dominicana.
- Banco Central de República Dominicana. (2002). *Ley No.183-02 que aprueba la Ley Monetaria y Financiera*. Santo Domingo.
- Banco Central de República Dominicana. (2006). *Segunda Resolución que aprueba la versión definitiva del Reglamento de política monetaria e instrumentos de política monetaria*. Santo Domingo.
- Banco Central Europeo. (1998). *La política monetaria única en la tercera etapa*. Documentación General sobre Instrumentos y Procedimientos de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales .
- Belzetsky, A. (2008). Shaping and functioning of the corporate bonds market in conditions of transition economy. *Second International Scientific and Practical Conference "Efficient Monetary Policy Options In Transition Economy"* (págs. 288-304). Minsk: National Bank of Belarus.
- Carranza, J., & Monreal, P. (2000). *Los retos actuales del desarrollo en Cuba*. La Habana: Centro de Investigaciones de Economía Internacional .
- Colectivo de autores. (2012). ABCé de la Banca Central. Los instrumentos de política monetaria. *Revista del Banco Central de Cuba. Año 15. No.3 , 22-25*.
- Consejo Monetario Centroamericano. Secretaría Ejecutiva. (2002). Programa de armonización de los mercados de deuda pública de Centroamérica, Panamá y República Dominicana. *IV Taller de Política Monetaria y Sistemas de Pagos*. Antigua Guatemala.

- Coq, D. (2001). *Innovación, desintermediación y reintermediación en el escenario financiero mundial*. Sevilla: Grupo de investigación AREA. Departamento de Economía.
- de Pablo, J. C. (1978). *El principio de la clasificación de los medicamentos*. Buenos Aires: Universidad Nacional de Buenos Aires.
- Dornbusch, R., Fischer, S., & Startz, R. (2004). *Macroeconomía*. Madrid: Mc Graw Hill.
- García, J. M. (2005). *La reforma monetaria en Cuba*. México, D.F: Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Sede Subregional en México. Unidad de Desarrollo Económico.
- Gray, S. (2003). *Reporto de títulos gubernamentales*. México, D.F: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.
- Gray, S. (1999). *Valores gubernamentales: la emisión primaria*. México, D.F.: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.
- Gray, S., & Hoggarth, G. (1996). *Introducción a las operaciones monetarias*. Londres.
- Gray, S., & Talbot, N. (2006). *Operaciones Monetarias*. México, D.F.: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.
- Hidalgo, V. (2008). De la dolarización a la unificación monetaria. *Economía y Desarrollo. Año XXXIX. Vol.143*, 133-162.
- Hidalgo, V., & Doimeadiós, Y. (2012). Fiscalidad, equilibrio externo e interno en la economía cubana: avances y desafíos. *Economía y Desarrollo*, 48-78.
- Hidalgo, V., & Pérez, C. (2010). Estabilidad y política monetaria en la economía cubana. *Revista del Banco Central de Cuba. No.1*, 10-21.
- Hidalgo, V., Vidal, P., & Tabares, L. (2000). Equilibrios monetarios y política económica. *Economía y Desarrollo. No.2. Vol.127*.
- Hoggarth, G. (1997). *Introducción a la política monetaria*. México, D.F: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.
- Iunnisi, C. (2003). El Banco Central y la Política de Esterilización: una introducción teórica. *Invenio*, 107-118.

- Lage, C. (2011). *Principios para la medición de la emisión monetaria en Cuba*. La Habana: Universidad de La Habana. Facultad de Economía. Tesis de Maestría.
- León, D., & Quispe, Z. (2010). El encaje legal como instrumento no convencional de Política Monetaria. *Moneda*, 8-16.
- León, J. (2009). *Devaluación del tipo de cambio oficial en la economía cubana: posibles efectos*. La Habana: Universidad de la Habana. Facultad de Economía. Tesis de Diploma.
- Lizano, E. (2007). *Reformas financieras y política monetaria y cambiaria*. San José: Academia de Centroamérica.
- Lobanov, A. (2008). Analysis of monetary mechanism functioning in Belarus. *Second International Scientific and Practical Conference "Efficient Monetary Policy Options In Transition Economy"* (págs. 12-24). Minsk: National Bank of Belarus.
- Madrigal, R., & Torres, C. (2005). *Hacia una mayor eficiencia en la ejecución de las Operaciones de Mercado Abierto del Banco Central de Costa Rica*. San José: Banco Central de Costa Rica. Departamento de Investigaciones Económicas.
- Ministerio de Justicia. (2014). *Ley No.117 del Presupuesto del Estado/ 2014*. La Habana: Gaceta Oficial No.5 Extraordinaria.
- Ministerio de Justicia. (2014). *Ley No.118/2014*. La Habana: Gaceta Oficial No.20 Extraordinaria.
- Mironchik, N., & Demidenko, M. (2008). The role of the Quaterly Projection Model in Monetary Policy of the Republic of Belarus. *Second International Scientific and Practical Conference "Efficient Monetary Policy Options In Transition Economy"* (págs. 39-50). Minsk: National Bank of Belarus.
- Mishkin, F. (2008). *Moneda, banca y mercados financieros*. México: Pearson Educación.
- National Bank of Belarus. (1999). *Annual Report 1999*. Minsk.
- National Bank of Belarus. (2008). *Annual Report 2007*. Minsk.
- National Bank of Belarus. (2009). *Annual Report 2008*. Minsk.
- National Bank of Belarus. (2009). *Annual Report 2009*. Minsk.

- National Bank of Belarus. (2011). *Annual Report 2010*. Minsk.
- National Bank of Belarus. (2000). *Banking Code*. Minsk.
- National Bank of Belarus. (2004). *Republic of Belarus Monetary Policy Guidelines, 2005*. Minsk.
- National Bank of Belarus. (2008). *Republic of Belarus Monetary Policy Guidelines, 2007*. Minsk.
- National Bank of Belarus. (2000). *Sitio Web: National Bank of the Republic of Belarus*. Recuperado el 15 de Enero de 2014, de <http://www.nbrb.by>
- National Bank of Poland. (2006). *Report: Monetary policy instruments of the National Bank of Poland, 2005*. Warsaw.
- National Bank of Poland. (2008). *Report: Monetary policy instruments of the National Bank of Poland, 2007*. Warsaw.
- National Bank of Poland. (2009). *Report: Monetary policy instruments of the National Bank of Poland, 2008*. Warsaw.
- National Bank of Poland. (2010). *Report: Monetary policy instruments of the National Bank of Poland, 2009*. Warsaw.
- National Bank of Poland. (2013). *Report: Monetary policy instruments of the National Bank of Poland, 2012*. Warsaw.
- National Bank of Poland. (1997). *The Act on the National Bank of Poland*.
- National Bank of Poland. (2001). *The polish banking system in the nineties*. Warsaw.
- National Bank of Poland. Monetary Policy Council. (2013). *Report on monetary policy implementation in 2012*. Warsaw.
- National Bank of Poland. Monetary Policy Council. (2009). *Report on monetary policy implementation, 2008*. Warsaw.
- National Bank of Poland. Monetary Policy Council. (2010). *Report on monetary policy implementation, 2009*. Warsaw.
- National Bank of Poland. Monetary Policy Council. (2011). *Report on monetary policy implementation, 2010*. Warsaw.

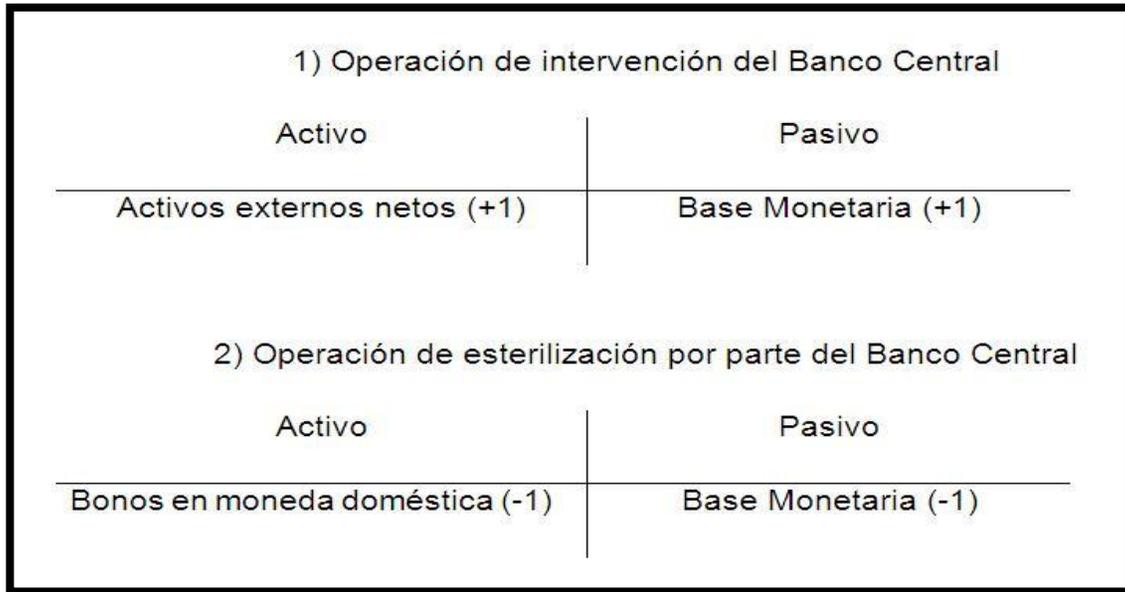
- Ochoa, O. A. (2011). Las Operaciones de Mercado Abierto -OMA- instrumento eficaz para el control de la base monetaria: trasegar histórico y pertinencia actual. *Dialéctica-Revista de investigación*, 65-92.
- Oksana, R. (2008). Approaches to the regime choice and criteria of the optimal monetary policy of the transition period. *Second International Scientific and Practical Conference "Efficient Monetary Policy Options In Transition Economy"* (págs. 272-279). Minsk: National Bank of Belarus.
- Orellana, W., Lora, O., Mendoza, R., & Boyán, R. (2000). *La política monetaria en Bolivia y sus mecanismos de transmisión*. Bolivia.
- Ossa, F. (2003). Los bancos centrales como prestamistas de última instancia. *Cuadernos de Economía. Año 40. No.120*, 323-335.
- Pastor, A., & Mesía, M. (1999). *La administración de numerario y los instrumentos de regulación monetaria en la banca central*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.
- Pérez, C. (2009). El equilibrio monetario socialista en el segmento de la población global. *Revista del Banco Central de Cuba. No.1*, 9-14.
- Pérez, C. (2011). *Esquema de Política Monetaria para el segmento de la población de la economía cubana*. La Habana: Universidad de La Habana. Facultad de Economía. Tesis de Doctorado.
- Pérez, C., & Lage, C. (2012). Por qué un mercado interbancario en Cuba. *Revista del Banco Central de Cuba. Año 15. No.2*, 20-26.
- Pérez, C., Hernández, E., & Hidalgo, V. (2003). Aproximación al estudio de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en Cuba. *Economía y Desarrollo. Año XXXIII. Vol.134*, 22-58.
- Ramírez, M. A. (2004). La desintermediación financiera en España y sus desafíos para la actividad bancaria. *Comercio Exterior. Vol.54. No.2*, 106-120.
- Reininger, T., Schardax, F., & Summer, M. (2001). *The Financial System in the Czech Republic, Hungary and Poland after a decade of transition*. Berlin: Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank.
- Renjifo, A. (1989). *El café en Costa Rica*. Sección de Análisis Económico de la Organización Internacional del Café.

- Rodríguez, Á. (2000). Retos en la modernización del sistema financiero cubano. *Revista del Banco Central de Cuba. Año 3. No.3.*
- Roselló, D. (2013). *Mercado Interbancario en Cuba.* La Habana: Universidad de La Habana. Facultad de Economía. Tesis de Diploma.
- Tarasov, V. (2008). Theoretical aspects of currency regulation, balance of payments and anti-inflation policy status . *Second International Scientific and Practical Conference "Efficient Monetary Policy Options In Transition Economy"* (págs. 239-249). Minsk: National Bank of Belarus.
- Tinbergen, J. (1961). *Política económica: Principios y formulación.* México: Traducción de Agustín López Munguía. Fondo de Cultura Económica.
- Usosky, V. (2008). Restrictions to monetary policy choice in belarusian economy. *Second International Scientific and Practical Conference "Efficient Monetary Policy Options In Transition Economy"* (págs. 250-265). Minsk: National Bank of Belarus.
- Vidal, P. (2003). Aspectos de la política monetaria en la economía cubana. *Revista del Banco Central de Cuba. Año 6. No.1.*
- Vidal, P. (2009). *Estabilidad y política monetaria en Cuba.* La Habana.
- Vidal, P. (2010a). La estabilidad monetaria en Cuba: una síntesis. *Revista Temas .*
- Vidal, P. (2007). *Nuevo esquema de la política monetaria en Cuba: Análisis macroeconómico y estimación con un modelo VAR.* La Habana: Editorial Universitaria. Universidad de La Habana. Facultad de Economía. Tesis de Doctorado.
- Vidal, P. (2010). Política Monetaria. *Miradas a la economía cubana II , 29-38.*
- Vidal, P., & Everleny, O. (2014). La reforma monetaria en Cuba hasta el 2016: entre la gradualidad y "big bang". *Espacio Laical , 35-47.*
- Vidal, P., & Hernández, E. (2002). El encaje legal como instrumento de política en la economía cubana. *Revista del Banco Central de Cuba. Año 5. No.1.*

- Villalobos, L., Torres, C., & Madrigal, J. (1999). *Mecanismo de transmisión de la política monetaria: marco conceptual*. San José: Banco Central de Costa Rica. División Económica. Grupo de Política Monetaria.
- Villanueva, M., Villalobos, L., & Zuñigas, N. (1998). Experiencias en política monetaria: lecciones para Costa Rica. *Economía y Sociedad*. No.6, 5-46.

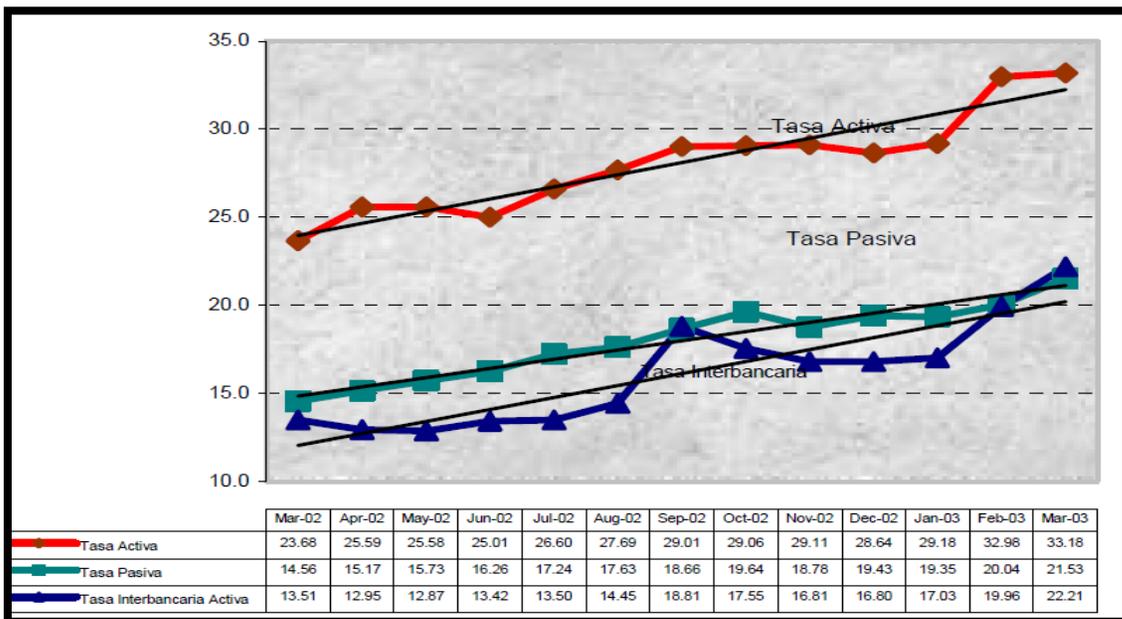
## Anexos

### Anexo 1: Esterilización de la intervención monetaria.



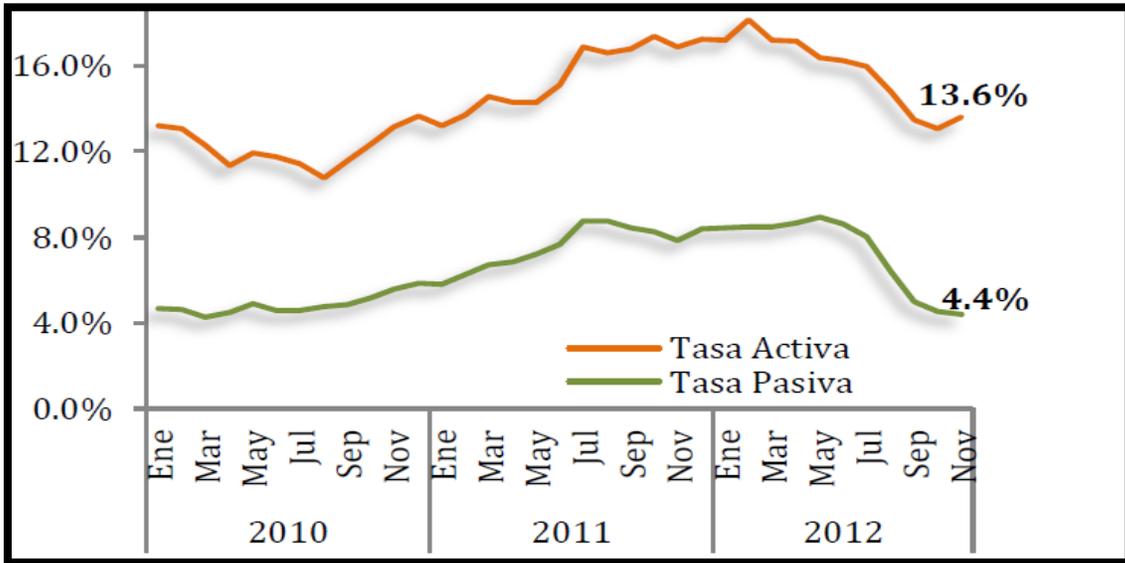
Fuente: (Iunnisi, 2003)

### Anexo 2: Promedios ponderados de tasas de interés activa, pasiva e interbancaria en R. Dominicana en el período Marzo/2002-Marzo/2003.



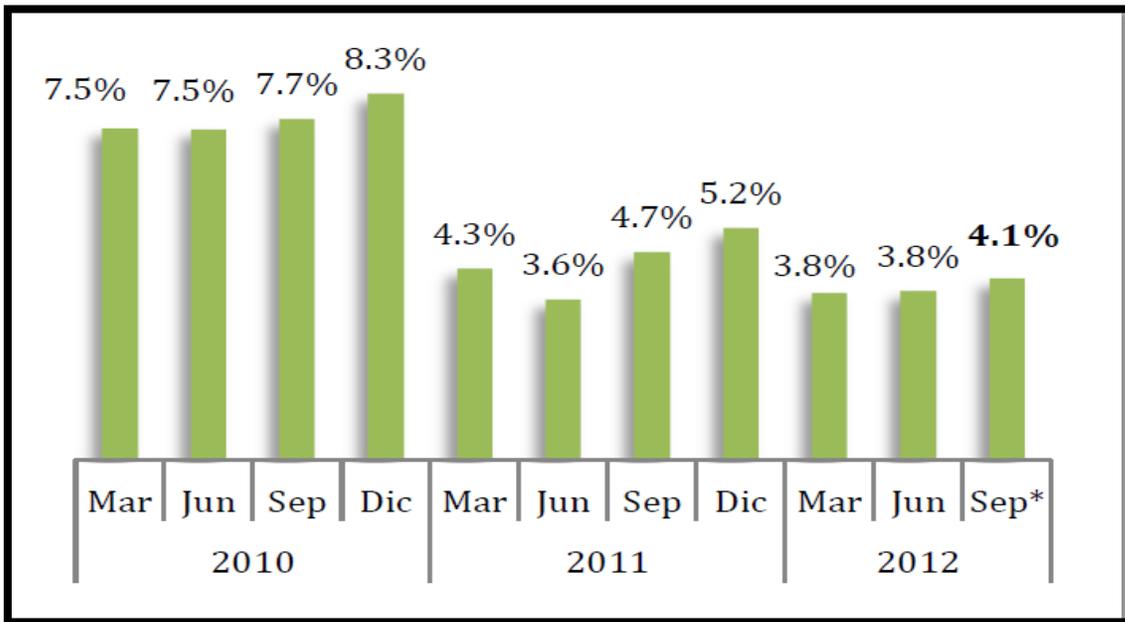
Fuente: (Banco Central de República Dominicana, 2003)

**Anexo 3: Comportamiento de tasas de interés activa y pasiva en R. Dominicana en el período 2010-2012.**



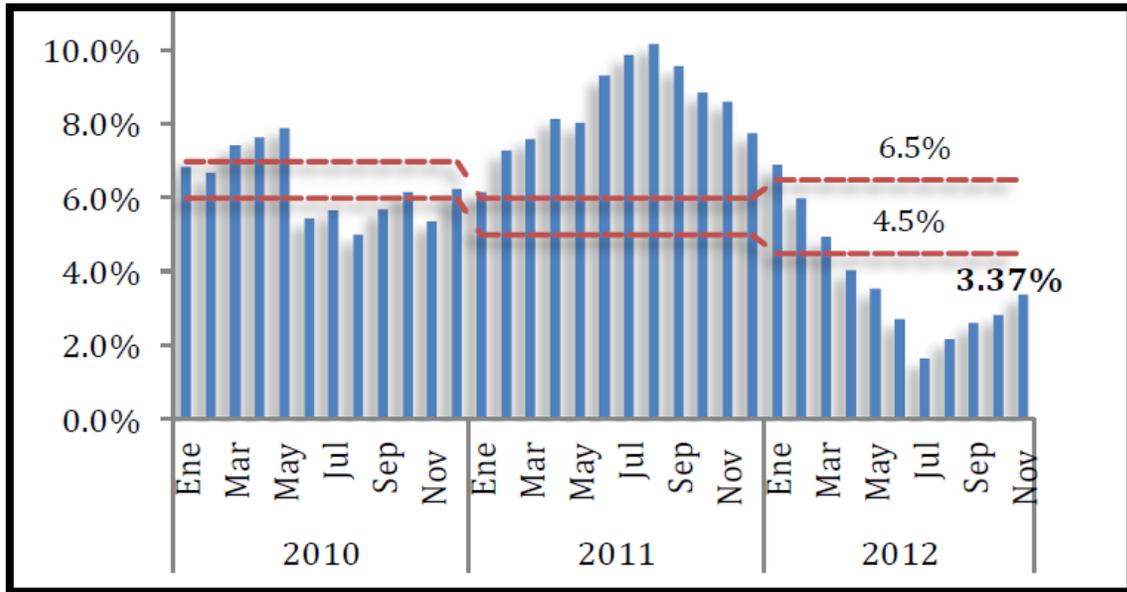
Fuente: (Banco Central de República Dominicana, 2012)

**Anexo 4: Comportamiento del PIB trimestral en R. Dominicana en el período 2010-2012.**



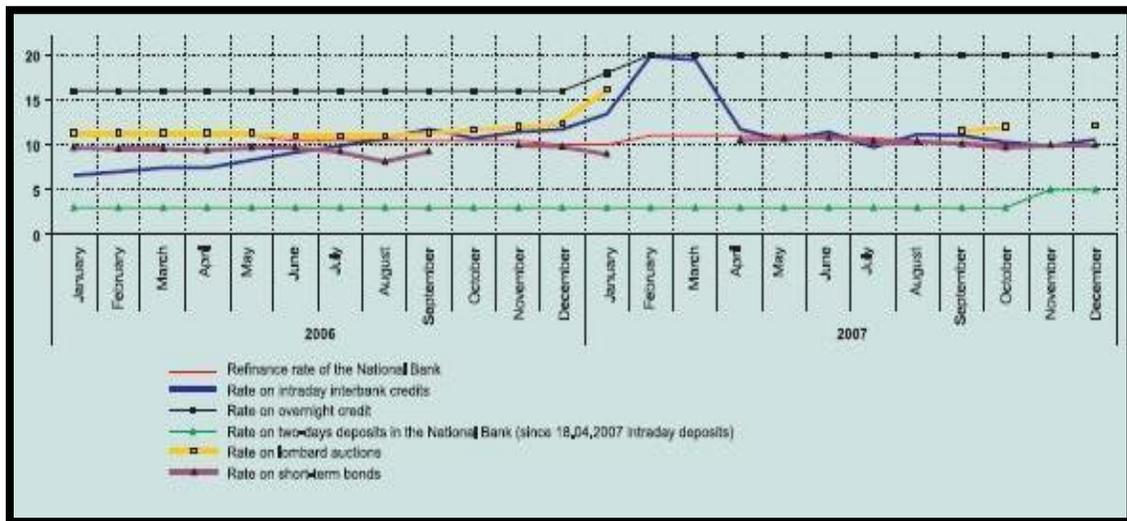
Fuente: (Banco Central de República Dominicana, 2012)

**Anexo 5: Comportamiento de la inflación interanual en R. Dominicana en el período 2010-2012.**



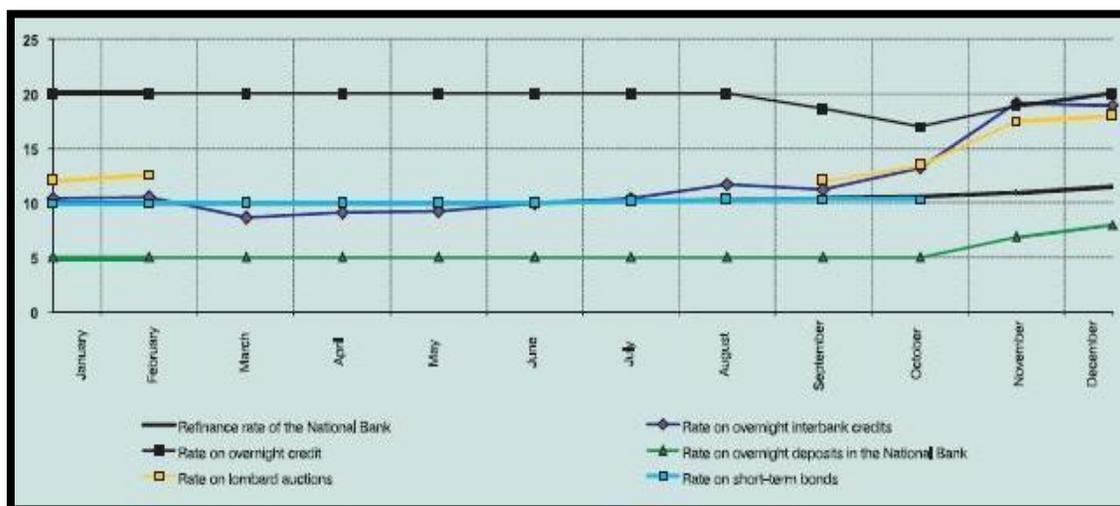
Fuente: (Banco Central de República Dominicana, 2012)

**Anexo 6: Dinámica de las tasas de interés sobre los instrumentos de regulación de liquidez y comportamiento de las tasas de interés sobre los créditos interbancario diarios en Bielorrusia en el período 2006-2007.**



Fuente: (National Bank of Belarus, 2008)

**Anexo 7: Dinámica de las tasas de interés sobre los instrumentos de regulación de liquidez y comportamiento de las tasas de interés sobre los créditos interbancario diarios en Bielorrusia en el año 2008.**



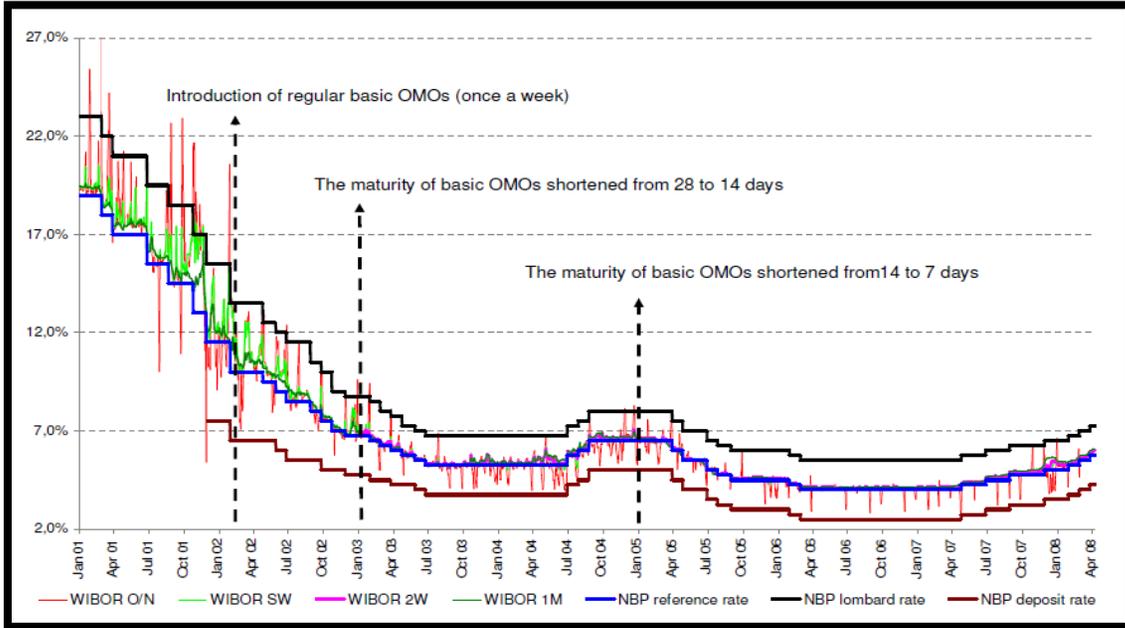
Fuente: (National Bank of Belarus, 2009)

**Anexo 8: Instrumentos empleados en Polonia en el período 1990-2012.**

Instrumentos	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Requerimiento de reservas																							
Emisión de bonos del BNP																							
Emisión/Recompra de bonos del BNP																							
Repo/Repo reverso																							
Préstamos a tasa de redescuento																							
Facilidades de depósito																							
Límites de préstamos																							
Créditos diarios																							
Swaps																							

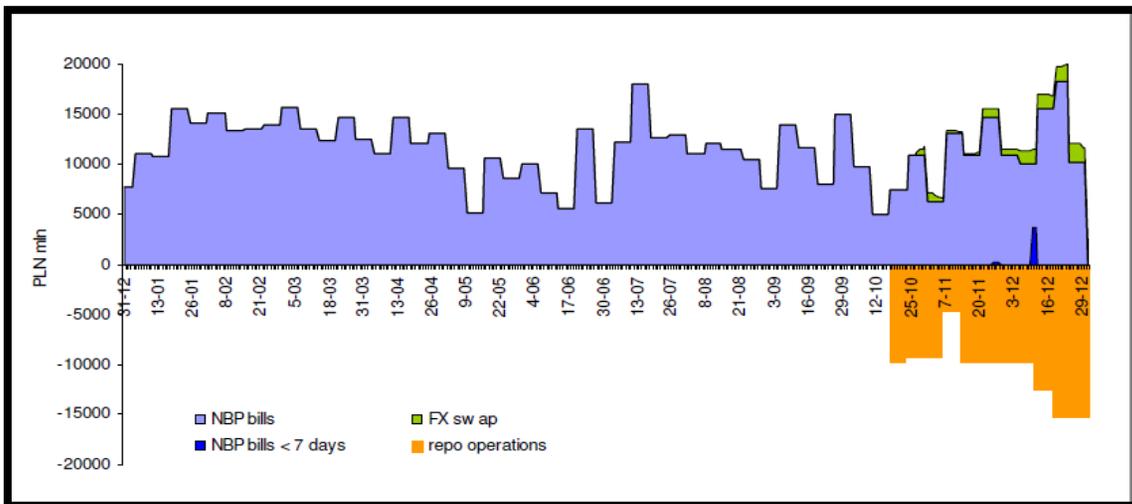
Fuente: (National Bank of Poland, 2013)

**Anexo 9: Cambios en los niveles de fluctuación de las tasas de interés de corto plazo en el mercado interbancario polaco respecto a las OMA conducidas entre los años 2001-2006.**



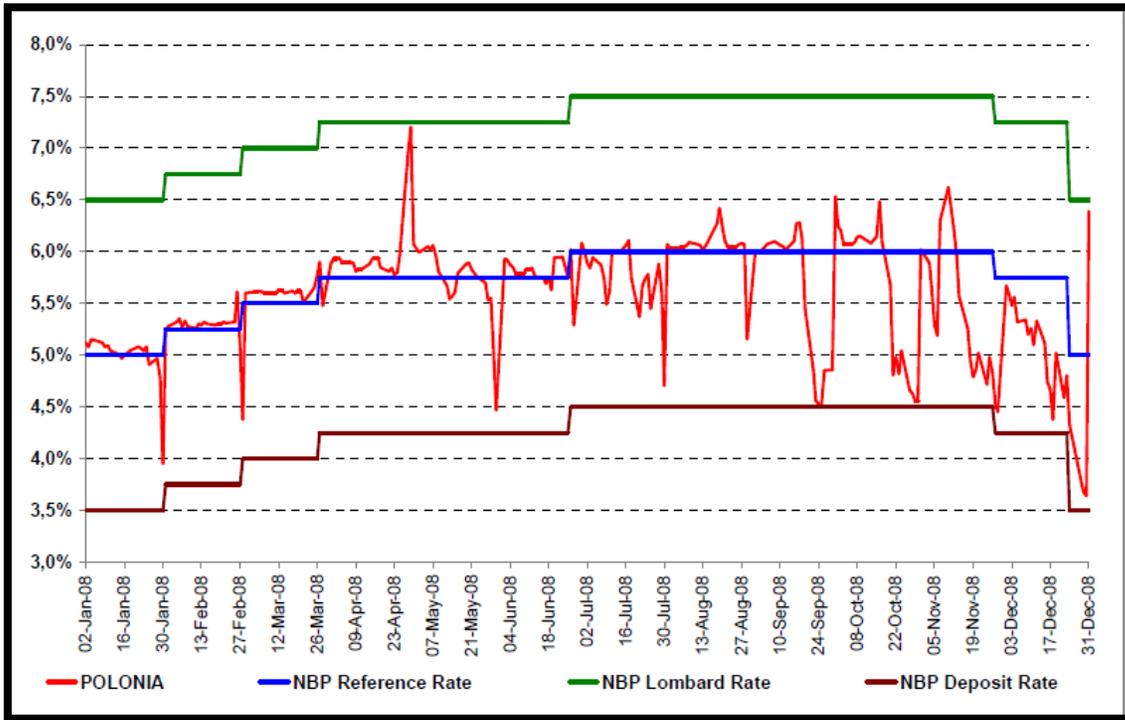
Fuente: (National Bank of Poland, 2008)

**Anexo 10: Operaciones de Mercado Abierto conducidas por el Banco Nacional de Polonia en el año 2008.**



Fuente: (National Bank of Poland, 2009)

**Anexo 11: Tasa de referencia del Banco Nacional de Polonia y Tasa POLONIA en 2008.**



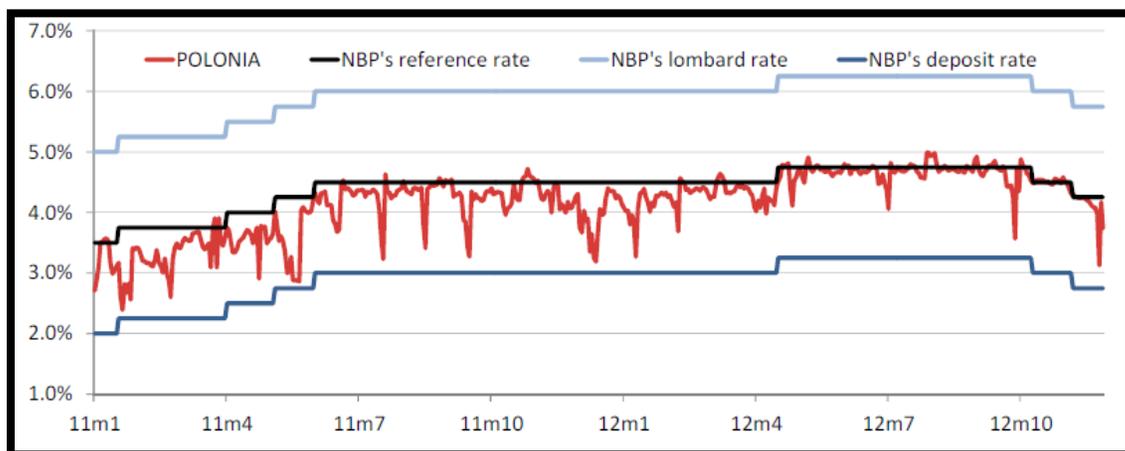
Fuente: (National Bank of Poland. Monetary Policy Council, 2009)

**Anexo 12: Reducción de la liquidez en Polonia a partir del empleo de operaciones Swaps.**

	Octubre	Noviembre	Diciembre
Reducción de la liquidez en moneda nacional (zloty)	75 millones	476 millones	1,410 millones

Fuente: Elaboración propia a partir de (National Bank of Poland, 2009)

### Anexo 13: Tasa POLONIA y tasa de referencia del Banco Nacional de Polonia en 2012.



Fuente: (National Bank of Poland. Monetary Policy Council, 2013)

### Anexo 14: 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-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 préstamo en moneda libremente convertible a entidades nacionales.

*Fuente: Elaboración propia a partir de la bibliografía consultada*