

Universidad de La Habana
Facultad de Economía



Tesis de Diploma

La ventanilla de descuento como instrumento de
política monetaria del Banco Central de Cuba

Autor: Yulio Peiso Vázquez

Tutores: MsC. Carlos Lage Codorníu

Lic. Jessica León Mundul

La Habana
2014

“El dinero, como enseñan los economistas, es una mercancía, y sólo una mercancía; ¿por qué entonces su precio es fijado de forma tan rara, y no de la manera que es fijado el precio de las otras mercancías?”

Walter Bagehot, *Lombard Street* (1873)

A Mami y Papi, que siempre estarán conmigo

AGRADECIMIENTOS

A mi profe Cynthia, por su inestimable ayuda, sin la cual esta tesis no habría sido posible.

A mi tutor Carlos por tanta dedicación y por sus excelentes ideas siempre orientadoras.

A mi tutora Jessica por la ayuda y atención que me ha brindado para este trabajo.

A los especialistas de la DPM del BCC por sus comentarios oportunos.

A la Facultad de Economía de la UH por su influencia en mi formación profesional e ideológica.

A mi familia que es lo mejor que tengo.

Resumen

Esta tesis tiene como propósito definir los principales elementos que permitan perfeccionar la utilización de la ventanilla de descuento como instrumento de política monetaria del Banco Central de Cuba (BCC). Para ello se estudian los fundamentos teóricos y las mejores prácticas internacionales tanto de países con mercados financieros desarrollados, como de aquellos con bajo nivel de desarrollo. Los resultados de la investigación permiten afirmar que el exceso de liquidez en el sistema bancario cubano y la carencia de un mercado interbancario funcional, son los principales factores que impiden que la ventanilla de descuento adquiera mayor protagonismo dentro del esquema de política monetaria del BCC. Lo novedoso de este trabajo es la sistematización que se hace de la literatura internacional referida a la ventanilla de descuento, así como las sugerencias para Cuba.

Abstract

This thesis has the purpose of defining the main elements that allow improving the utilization of the discount window as a monetary policy instrument of BCC. In order to achieve that purpose, it is reviewed the theoretical fundamentals and best international practices of countries with developed financial markets, as well as non-developed ones. The results of this research allow to state that the liquidity surplus in the system and the lack of a functional Interbank Market are the main factors that hamper the discount window to acquire more prominence within the scheme of monetary policy of BCC. The novelty of this thesis is the systematization of international literacy related to the discount window, as well as the suggestions for Cuba.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO I: Ventanilla de descuento. Marco teórico-conceptual	5
1.1: Conceptualización de la ventanilla de descuento de acuerdo a la teoría macroeconómica convencional	5
1.2: El prestamista de última instancia	9
1.3: La ventanilla de descuento como instrumento de política monetaria	14
CAPÍTULO II: Experiencia internacional en la utilización de la ventanilla de descuento	28
2.1: Sistemas financieros desarrollados	28
2.1.1 Reserva Federal de los Estados Unidos de América	28
2.1.2 Banco de Inglaterra	37
2.2: Sistemas financieros poco desarrollados	42
2.2.1 Banco Central de la República de Bielorrusia	42
2.2.2 Banco Central de Bolivia	43
CAPÍTULO III: La ventanilla de descuento en Cuba	47
3.1 La instrumentación de la política monetaria en Cuba	47
3.2 El diseño de la ventanilla de descuento del BCC.....	55
3.3 Valoraciones sobre el diseño y uso de la ventanilla de descuento en Cuba	57
3.3.1 Factores que limitan la utilización efectiva de la ventanilla de descuento en Cuba	58
3.3.2 Sugerencias para perfeccionar el diseño y uso de la ventanilla de descuento en Cuba	60
CONCLUSIONES	68
RECOMENDACIONES	70
BIBLIOGRAFÍA.....	71
ANEXOS.....	74

INTRODUCCIÓN

La ventanilla de descuento es un instrumento indirecto de política monetaria que utilizan los bancos centrales para proveer liquidez, generalmente a corto plazo, al sistema financiero. Esta facilidad tiene dos propósitos principales: hacer valer la función de prestamista de última instancia del banco central; y actuar como un límite superior para la tasa de interés de corto plazo en el mercado interbancario, reduciendo así su volatilidad, y contribuyendo por tanto a la implementación de la política monetaria.

El Banco Central de Cuba cuenta con distintos instrumentos, tanto directos como indirectos, para implementar la política monetaria. En la actualidad los instrumentos directos, mediante los que se ejerce un control administrativo sobre distintas variables, como por ejemplo las tasas de interés de los bancos comerciales, tienen mayor peso relativo.

Los instrumentos indirectos con que cuenta el BCC son el encaje legal y la ventanilla de descuento, cuyo marco legal está establecido en la Resolución 33/2010 y la Resolución 91/2011 del BCC.

Aunque los instrumentos directos pueden resultar necesarios en determinadas circunstancias donde es más conveniente la discrecionalidad, éstos tienen asociada una serie de desventajas en el orden de la eficiencia, en tanto reducen la competitividad en el sector bancario, y pueden perjudicar la asignación óptima de recursos. De ahí la necesidad de fortalecer los instrumentos indirectos para la implementación de la política monetaria por parte del BCC, en sintonía con el lineamiento 48 de los Lineamientos de la Política Económica y Social del VI Congreso del Partido y la Revolución, que plantea la necesidad de “Estructurar un sistema de tasas de interés más racional y fundamentado, así como potenciar el uso de los instrumentos de política monetaria para administrar desequilibrios coyunturales.”

Además, aunque el mercado interbancario es un espacio aún incipiente en Cuba, en un escenario de funcionamiento adecuado del mismo, se requiere que la ventanilla de descuento cumpla satisfactoriamente su papel como

vehículo para hacer valer la función de prestamista de última instancia del BCC, y que constituya un límite superior efectivo para la tasa interbancaria de corto plazo, de manera que se evite la volatilidad excesiva ante una iliquidez temporal en el sistema financiero cubano.

Igualmente, en Cuba se están realizando estudios sobre la pertinencia de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA), debido a la relevancia que tienen éstas en la implementación de la política monetaria por parte de la mayoría de los bancos centrales a nivel internacional. De llegar a implementarse en Cuba las OMA, sería preciso que estén definidos los elementos fundamentales que deben articularlas con la ventanilla de descuento, con el objetivo de lograr una política coherente.

A pesar de que actualmente existen las condiciones jurídicas que le permiten al BCC utilizar la ventanilla de descuento acorde a los propósitos de la política monetaria, en la práctica su utilización con estos fines ha sido limitada. De ahí que el **problema de investigación** de esta tesis sea: *¿Cómo perfeccionar la utilización de la ventanilla de descuento como instrumento de política monetaria del Banco Central de Cuba?*

Para darle respuesta al problema de investigación se define como **objetivo general**: *Definir los principales elementos que permitan perfeccionar la utilización de la ventanilla de descuento como instrumento de política monetaria del BCC.*

Los **objetivos específicos** son:

- ❖ *Sistematizar los fundamentos de la ventanilla de descuento a partir de la teoría macroeconómica convencional.*
- ❖ *Examinar la experiencia internacional en la utilización de la ventanilla de descuento.*
- ❖ *Evaluar la utilización actual de la ventanilla de descuento dentro del esquema de política monetaria del BCC.*
- ❖ *Identificar los factores limitantes y principales políticas a seguir para perfeccionar la utilización de la ventanilla de descuento en Cuba.*

La tesis está estructurada en tres capítulos:

En el **Capítulo I: *Ventanilla de descuento. Marco teórico-conceptual*** se da cumplimiento al primer objetivo específico de la investigación, presentado previamente. En este capítulo se hace una revisión de los principales aspectos teóricos de la ventanilla de descuento según la macroeconomía convencional. Inicialmente se aborda el origen de la ventanilla de descuento y los principales conceptos que se manejan en la literatura. Luego se analiza de forma independiente las principales funciones de la ventanilla de descuento. Para explicar la función de prestamista de última instancia se exponen las posturas académicas sobre este tema tan importante como antiguo, ya que está vinculado a la esencia misma de la banca central. Finalmente se abordan los principales puntos de debate en torno a la ventanilla de descuento como instrumento de política monetaria del banco central.

En el **Capítulo II: *Experiencia internacional en la utilización de la ventanilla de descuento*** se aborda el segundo objetivo específico planteado en esta tesis. Con este capítulo se pretende hacer un estudio de las mejores prácticas internacionales en la utilización de la ventanilla de descuento. Para ello se ha dividido metodológicamente el análisis en países con sistemas financieros desarrollados, tomando como casos de estudio a la Reserva Federal de los Estados Unidos de América y al Banco de Inglaterra; y aquellos países que presentan un bajo grado de desarrollo de los mercados financieros, seleccionando para este trabajo al Banco Central de la República de Bielorrusia y al Banco Central de Bolivia.

En el **Capítulo III: *La ventanilla de descuento en Cuba*** se abordan los dos últimos objetivos que se propone esta investigación. En primer lugar se describe el entorno monetario cubano y el esquema de política monetaria que implementa el BCC. Luego se analiza el diseño de la ventanilla de descuento del BCC y el marco legal por el que se rige. Además se argumenta la necesidad de que la ventanilla funcione efectivamente, y adquiera mayor protagonismo dentro de la implementación de la política monetaria del BCC. Seguidamente se exponen los principales obstáculos o limitaciones para un uso más racional y eficiente de la ventanilla. Finalmente, en base a todos los

elementos estudiados, se realizan algunas sugerencias que podrían ser útiles en la actualidad o en escenarios futuros para lograr un uso apropiado de la ventanilla de descuento del BCC.

En las **conclusiones y recomendaciones** se presentan de forma resumida los principales resultados obtenidos en esta investigación, así como algunas recomendaciones referidas al uso apropiado de la misma.

Debido a que el BCC en la conducción de la política monetaria ha empleado fundamentalmente instrumentos directos, existen pocos estudios y experiencia sobre instrumentos indirectos como la ventanilla de descuento. Aunque esta investigación no tiene estudios precedentes sobre la ventanilla de descuento en Cuba, han servido como marco general los trabajos de (Lage & Pérez, 2012), (Pérez, 2011) y (Vidal, 2007). El **aporte** de esta tesis es la sistematización de las mejores prácticas internacionales y los fundamentos teóricos de un instrumento indirecto como la ventanilla de descuento, así como las sugerencias que se hacen para perfeccionar su utilización en Cuba. Como **limitación** se plantea la insuficiencia de información para realizar un estudio más profundo del uso que ha tenido en Cuba la ventanilla de descuento desde su entrada en vigor.

Esta investigación se ha desarrollado en los marcos de cooperación entre la Dirección de Política Monetaria del Banco Central de Cuba y la Unidad Docente-BCC de la Facultad de Economía de la Universidad de La Habana.

CAPÍTULO I: Ventanilla de descuento. Marco teórico-conceptual

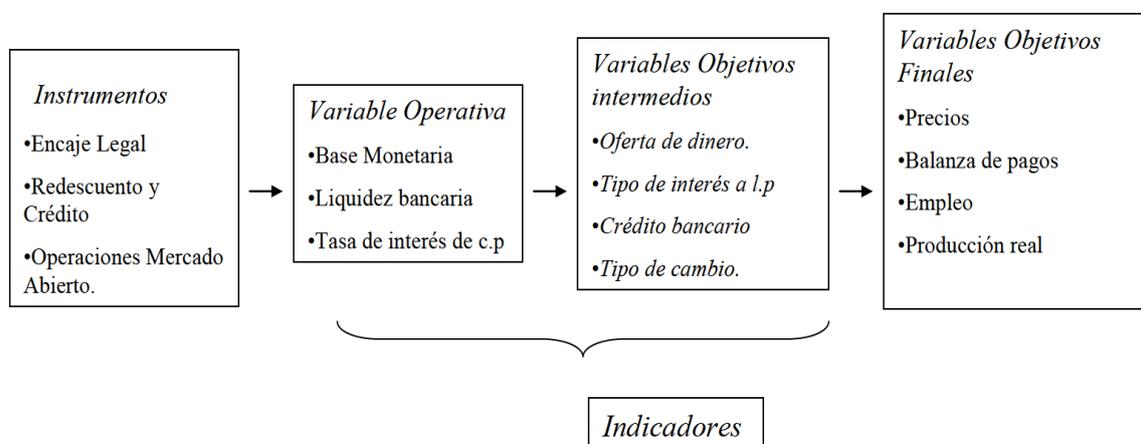
En este capítulo se abordan los fundamentos teóricos de la ventanilla de descuento de acuerdo a la macroeconomía convencional, con lo cual se establecen los criterios a tener en cuenta a la hora de analizar la experiencia internacional y cubana en la utilización de la ventanilla de descuento. En el epígrafe 1.1 se exponen los principales conceptos relativos a la ventanilla de descuento. Luego, en el epígrafe 1.2 se explican las principales posiciones académicas respecto a la función de prestamista de última instancia del banco central. Por último, en el epígrafe 1.3 se describen los fundamentos de la ventanilla de descuento como instrumento de política monetaria del banco central.

1.1: Conceptualización de la ventanilla de descuento de acuerdo a la teoría macroeconómica convencional

La ventanilla de descuento está insertada dentro de la lógica de funcionamiento de la política monetaria que implementan los bancos centrales. Para comprender esta lógica es común utilizar lo que en la macroeconomía convencional se conoce como esquema o estrategia. El esquema resume los objetivos e instrumentos de la política monetaria, así como otras variables que los bancos centrales consideran para la toma de decisiones y que usualmente se denominan indicadores (Figura 1.1).

Figura 1.1

Esquema general de Política Monetaria



Fuente: (Pérez, 2011)

Dentro de este esquema los instrumentos desempeñan un papel esencial, pues constituyen las herramientas con que cuentan los bancos centrales para incidir en las condiciones del mercado y de esta forma conducir la política monetaria tal que se logre alcanzar los objetivos finales.

Esto supone que los instrumentos sean flexibles y eficaces, y el banco central pueda utilizarlos con prontitud, teniendo un efecto predecible sobre la economía. La operatoria de los instrumentos casi siempre está vinculada al sistema financiero, y se apoya en las funciones del banco central como emisor de la moneda nacional y como regulador de las instituciones financieras (Vidal, 2007).

En sentido general los instrumentos monetarios del banco central se clasifican en dos grandes grupos: los instrumentos directos y los instrumentos indirectos.

Los instrumentos directos son aquellos que establecen un control administrativo sobre las diferentes variables, como por ejemplo el valor o rango de las tasas de interés que cobran y pagan los bancos comerciales y los niveles de créditos para la economía en su conjunto. Se considera que este tipo de controles puede ser una forma efectiva que tienen los bancos centrales para, en épocas de crisis, ejercer su política monetaria. Además, en casos de sistemas financieros poco desarrollados, donde las técnicas para el control monetario indirecto son inadecuadas, pueden ser la única opción con que cuenten las autoridades monetarias para llevar adelante la política monetaria (Colectivo de autores, 2012).

Sin embargo, a los controles directos se les señalan una serie de inconvenientes. En primer lugar, el manejo de las tasas por el banco central frena en gran medida la competencia entre los bancos comerciales, lo que limita la eficiencia del sistema financiero. Otro elemento son los costos de llevar adelante estos controles, que son muy difíciles de cuantificar. Por último, se señala que este tipo de controles directos, a medida que pasa el tiempo, se va volviendo cada vez menos efectivo, debido al esfuerzo que hacen las instituciones financieras y el público por evadirlo (Colectivo de autores, 2012).

Los instrumentos indirectos más reconocidos en la literatura son:

Encaje legal: Constituye un porcentaje de las obligaciones que los bancos comerciales deben mantener como reserva en el banco central. Inicialmente fue visto como un instrumento prudencial, para asegurar que los bancos dispusieran de suficiente liquidez ante una posible retirada de depósitos, más que para propósitos de política monetaria.

Sin embargo, con posterioridad se reveló como un instrumento muy eficiente para el control del crédito, debido al efecto directo que tiene sobre el multiplicador monetario. Es válido aclarar que estos requerimientos de reservas, en la práctica constituyen un impuesto al sistema bancario, lo que puede terminar trayendo efectos negativos para la intermediación financiera. Por otra parte, dadas las dificultades de estar cambiando el encaje legal de manera reiterada y rápidamente, se considera que es un instrumento poco flexible cuando se desea actuar sobre la oferta monetaria con regularidad.

Operaciones de Mercado Abierto: En la actualidad, este instrumento es el más usado por los sistemas financieros desarrollados, y consiste en las operaciones de compraventa de instrumentos de deuda por parte del banco central a los bancos comerciales, con el objetivo de influir en la liquidez del sistema y, por esta vía, en la estructura de tasas de interés.

Los instrumentos más utilizados en estas operaciones generalmente son bonos, pagarés o letras que el Estado emitió previamente para financiar el déficit fiscal, y constituyen la deuda pública interna, aunque también se utilizan títulos emitidos por el propio banco central.

Es considerado un instrumento sumamente flexible, pues al contrario de los requerimientos de reserva, puede realizarse frecuentemente y en la cantidad que se desee, por lo que se ha revelado como muy útil para el control de la oferta monetaria en el corto plazo. Otro elemento que lo ha popularizado, es que no grava con ningún tipo de impuesto al sistema financiero, lo que no distorsiona la competencia, como sí ocurre con los requerimientos de reserva. Las operaciones de mercado abierto pueden efectuarse tanto en el mercado primario, a través de nuevas emisiones por parte del gobierno o el banco

central, como en el mercado secundario, con la compra y venta de títulos de deuda emitidos con anterioridad.

Una gran parte de las mismas se efectúan con el objetivo de contrarrestar las fuentes de emisión monetaria no controladas por el banco central. Actualmente estas operaciones son, sin lugar a dudas, el instrumento de política monetaria más difundido y usado por las autoridades monetarias de los distintos países (Colectivo de autores, 2012).

Ventanilla de descuento: La ventanilla de descuento es un instrumento indirecto de política monetaria que utilizan los bancos centrales para proveer liquidez, generalmente a corto plazo, al sistema financiero. Se llama ventanilla de “descuento” por la manera en que se negociaba el crédito inicialmente, que asumía la forma de un descuento, es decir, el banco solicitante presentaba un activo financiero que era descontado por el banco central a una tasa predefinida, de manera que al vencimiento de la operación, al solicitante le era devuelto el activo y tenía que efectuar un pago por su valor nominal al banco central (Warburg, 1910).

Actualmente los créditos asumen, por lo general, la forma de anticipo, que operativamente es más simple y consiste en que el banco solicitante recibe un préstamo a una tasa igualmente predefinida, y debe presentar suficientes colaterales para garantizar el retorno en caso de que el banco central deba liquidar los activos debido a un impago del prestatario. De no ocurrir el impago el banco central efectúa el cobro, y devuelve los colaterales al prestatario. Los colaterales pueden ser custodiados por el banco central, por un tercero e incluso por el prestatario (Anderson, 1966).

También esta facilidad se conoce en algunos países como servicio “lombardo”, debido a la región de Lombardía, al norte de Italia, que fue un importante centro financiero en la Edad Media y el término “lombardo” vino a significar “prestamista”, dando origen a muchos nombres como *lombardkredit*, *Lombard*

Facility y Lombard Street, que en el siglo XIX fue el núcleo del sistema bancario londinense¹.

Por lo general, a la ventanilla de descuento pueden acceder todos los bancos solventes que mantengan reservas en el Banco Central, para resolver necesidades de liquidez inmediata.

Esta facilidad tiene dos propósitos principales: hacer valer la función de prestamista de última instancia del banco central; y actuar como un límite superior para la tasa de interés de corto plazo en el mercado interbancario, reduciendo así su volatilidad, y contribuyendo por tanto a la implementación de la política monetaria. Es importante resaltar que cuando el banco central emplea la ventanilla de descuento para hacer valer su función de prestamista de última instancia busca generalmente resolver problemas de liquidez temporal -60 días o en algunos casos hasta un año-, mientras que para actuar como regulador del mercado interbancario está orientado a los problemas de liquidez inmediata, generalmente a plazos que no exceden los siete días.

1.2: El prestamista de última instancia

Según la doctrina clásica, la necesidad de un prestamista de última instancia (PUI) está asociada a las crisis financieras ocasionadas generalmente por un pánico bancario, definido como un intento masivo de extracción de depósitos y capital debido a la desconfianza en el sistema, lo cual aumenta vertiginosamente la demanda de liquidez.

Los pánicos bancarios se originan generalmente cuando la quiebra de uno o varios bancos provoca lo que se conoce como corrida bancaria, que termina siendo un fenómeno contagioso, el cual amenaza la solvencia de instituciones que de no producirse el pánico serían consideradas saludables o financieramente sólidas.

¹En 1873 Walter Bagehot escribió el libro “Lombard Street: A Description of the Money Market”, en el cual recomendaba que en respuesta al pánico bancario, el banco central prestara fondos al sistema financiero a una tasa penalizada. Muchas veces se le atribuye el término “Lombard Facility” a este libro de Bagehot o a la misma Lombard Street.

El prestamista de última instancia puede disipar un incipiente pánico haciendo pública su voluntad y capacidad de proveer la cantidad de dinero necesaria para satisfacer la demanda (Bordo, 1990).

En la literatura los principales criterios acerca de la función de prestamista de última instancia están divididos en tres posturas: la posición clásica, la posición que aboga por asistir a los bancos insolventes; y la posición anarquista, claramente antagónica, que aboga por un sistema de banca libre y la no existencia de un prestamista público de última instancia.

La posición clásica

Esta posición es atribuida a Walter Bagehot (Bagehot, 1873), quien planteó cuatro principios a observar por el banco central en su función de prestamista de última instancia, éstos son:

- Prestar ilimitadamente, pero a una tasa penalizada: “Grandes préstamos pero a grandes tasas son el mejor remedio para la peor enfermedad del mercado monetario”
- Dejar claro con antelación la voluntad y capacidad del banco central para prestar ilimitadamente.
- Que los créditos sean garantizados por buen colateral, evaluado a los precios anteriores al pánico.
- Evitar que quiebren los bancos solventes con problemas de liquidez.

Bagehot advirtió cuán incorrecto era asistir a instituciones financieras insolventes, porque esto generaría una concepción en el sistema de que, ante futuros problemas, el prestamista de última instancia siempre estaría dispuesto a actuar del mismo modo, lo cual provocaría que los bancos asumieran más riesgo.

Bagehot abogó igualmente por que el banco central prestara a una tasa penalizada con el objetivo de reducir los solicitantes de crédito de la ventanilla a aquellos que verdaderamente lo necesitaran, limitando por tanto la expansión de la liquidez al mínimo necesario para acabar con el pánico.

Monetaristas recientes han suscrito la posición clásica. Anna Schwartz (Schwartz, 1986) argumentó que todas las crisis financieras relevantes en Reino Unido y los Estados Unidos ocurrieron cuando las autoridades monetarias fallaron en demostrar al inicio de la crisis su voluntad y capacidad para cubrir toda la demanda de liquidez.

Allan Meltzer (Meltzer, 1986) ha planteado que el banco central debería dejar que quiebren los bancos insolventes porque no hacerlo haría que éstos y el resto tomaran más riesgo. Siguiendo este principio “se separaría el riesgo de quiebras individuales del riesgo sistémico, estableciendo principios que previenen que los problemas de liquidez de algunos bancos provoquen una epidemia de insolvencias”. Meltzer replantea los cuatro principios de Bagehot de la siguiente manera:

- Los créditos del banco central deben ser en grandes cantidades, según la demanda, y a tasas superiores a las del mercado.
- Dejar claro que el banco central es el único prestamista de última instancia en el sistema financiero.
- En caso de pánico, para prevenir que quiebren bancos con problemas de liquidez, el banco central debería prestar contra cualquier colateral que en condiciones ordinarias sería adecuado.
- Los tres principios anteriores deberían ser anunciados con antelación a la crisis y después de ésta.

Otro suscriptor de la posición clásica es Tom Humphrey (Humphrey, 1989), quien plantea sus propios principios sobre la posición clásica:

- La responsabilidad del prestamista de última instancia es para con el sistema y no con instituciones específicas.
- El PUI existe no para evitar que ocurran sino para neutralizar el impacto de shocks financieros.
- El PUI tiene dos funciones: prestar ilimitadamente durante el pánico actual y admitir de antemano su deber de hacer lo mismo en el futuro.

- El PUI debería estar dispuesto a prestar indiscriminadamente a cualquier solicitante solvente, y contra cualquier tipo de colateral, siempre que sea aceptable.
- Bajo ninguna circunstancia el banco central debería prestarle a instituciones insolventes; el compromiso del PUI es prevenir que el pánico se expanda a las instituciones solventes, no rescatar a las insolventes.
- El banco central debe basar su intervención más en mecanismos cuantitativos que en mecanismos administrativos, por lo cual la forma de racionalizar el uso de su facilidad de préstamo debe ser mediante la tasa de descuento.

Asistencia a bancos insolventes

Robert Solow (Solow, 1982) ha abogado por asistir también a los bancos insolventes. Según el autor, el banco central es responsable de la estabilidad del sistema financiero completo. Solow argumenta que la quiebra de cualquier banco, sobre todo si es un banco grande, reduce la confianza del público en el sistema completo.

Para prevenir que la quiebra de un banco disminuya la confianza del público en el sistema bancario, el banco central debe asistir a bancos insolventes también. Sin embargo, Solow reconoce que esta actitud propicia lo que se conoce como riesgo moral, ya que los bancos responden a esta política asumiendo más riesgo tanto en la estructura de plazos de su cartera de activos como en la calidad de las inversiones, reconociéndose a sí mismos como bancos “demasiado grandes para quebrar”.

Charles Goodhart (Goodhart, 1985) también aboga por una asistencia temporal a bancos insolventes. De acuerdo a su criterio, la distinción entre iliquidez e insolvencia es un mito, ya que los bancos que requieren asistencia del PUI por problemas de liquidez en la mayoría de los casos están bajo sospecha de insolvencia. Además, debido a la dificultad de evaluar los activos del banco solicitante de asistencia, el banco central tendrá que tomar una decisión para resolver un problema inmediato de liquidez, sabiendo que existen dudas sobre la solvencia, pero sin conocer exactamente la situación en ese sentido.

Posición anarquista

Los que abogan por un sistema de banca libre han negado la necesidad de una autoridad pública que sirva como prestamista de última instancia. Ellos argumentan que la principal razón de los pánicos bancarios es las restricciones legales que existen sobre el sistema bancario, y que en ausencia de dichas restricciones, el mercado crearía un sistema bancario “a prueba de pánico”.

Según G. Selgin (Selgin, 1988) la restricción más importante es la prohibición que tienen los bancos comerciales para emitir moneda de curso legal. De acuerdo a su teoría de la banca libre, si los bancos comerciales pudieran emitir moneda eso les permitiría cubrir la demanda de liquidez ante cualquier circunstancia.

Los más moderados justifican que el PUI es innecesario debido a que su papel en la economía ha quedado obsoleto, ya que en la actualidad las agencias públicas de seguro de depósitos blindan al sistema contra el pánico bancario. Esta teoría es ampliamente refutada por Frederic Mishkin (Mishkin, 2008) quien argumenta que los fondos de que disponen estas agencias públicas de seguro de depósitos sólo cubren una parte equivalente al 1% del total de depósitos asegurados, por lo que en caso de una extracción masiva las aseguradoras se verían imposibilitadas de proveer la liquidez demandada; además Mishkin explica que estas agencias aseguran los depósitos de baja denominación, por lo que ante una pérdida de confianza en el sistema bancario, los ahorristas cuyas cuentas exceden el límite asegurado por la agencia podrían solicitar la extracción de sus depósitos, lo cual generaría una corrida bancaria a pesar de la existencia de las agencias públicas de seguro de depósitos.

Por las razones explicadas existe consenso en que el banco central debe actuar como prestamista de última instancia con el fin de garantizar la estabilidad financiera y de la economía en su conjunto. Así, cuando el banco central decida utilizar la ventanilla para ejercer su función de PUI, debe considerar el *trade-off* entre el costo de exacerbar el riesgo moral y el beneficio de evitar una crisis financiera.

1.3: La ventanilla de descuento como instrumento de política monetaria

La ventanilla de descuento inicialmente constituyó, como en el caso de los Estados Unidos de América, la principal herramienta de política monetaria del Banco Central, y de esta manera la mayor parte del volumen de fondos suministrados se inyectaba a través de esta facilidad (Fed, 1916).

Con el tiempo, la implementación de la política monetaria se concentró cada vez más en estabilizar la tasa de interés a corto plazo en el mercado interbancario, por lo que se requería de un instrumento que permitiera lograr el objetivo operativo de tasa de interés a corto plazo, y a la vez se potenciara el uso exhaustivo de los fondos disponibles en el mercado interbancario, manteniéndose el banco central como la última opción de financiamiento, de forma que no se afectara su Balance, evitando así una emisión primaria innecesaria (Bernstein, Hughson, & Weidenmier, 2008).

Así, frente a la flexibilidad de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA), la ventanilla de descuento fue cediendo en peso relativo, y empezó a jugar un papel complementario, de modo que pasó a cubrir los déficits en caso de que los fondos suministrados a través de las OMA fueran insuficientes (Mishkin, 2008).

En este sentido, su tasa de descuento es concebida por encima de la tasa de referencia² del banco central, es decir, se considera una tasa fija³ penalizada, diseñada para desalentar su utilización indebida.

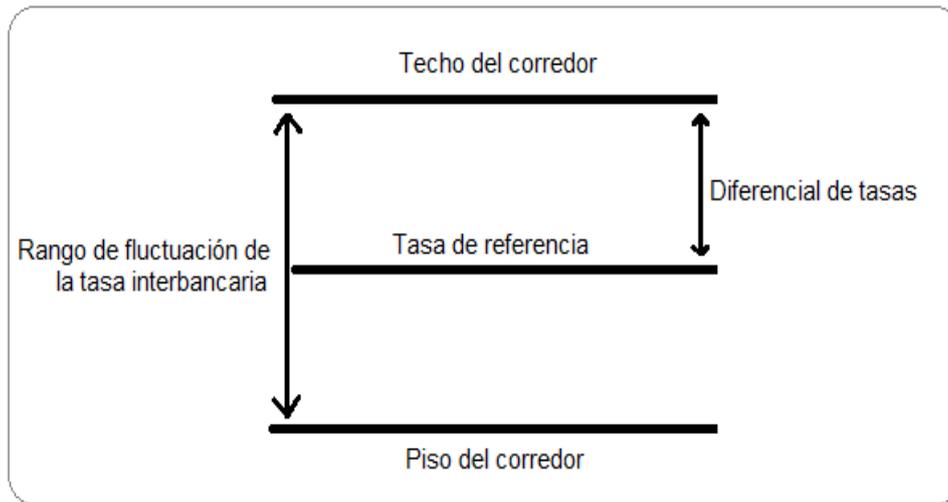
La combinación de esta facilidad de crédito con una facilidad permanente de depósito, a una tasa igualmente penalizada, es lo que se conoce como corredor de tasas de interés, mecanismo utilizado por el Banco Central para regular el mercado interbancario (Figura 1.2).

² La tasa de referencia es la tasa objetivo del Banco Central para el mercado interbancario a corto plazo, por lo que señala la orientación de la política monetaria.

³ No existe licitación por tasa.

Figura 1.2

Esquema de corredor de tasas de interés



Fuente: Elaboración propia

De esta manera, no existen generalmente restricciones en cuanto a la cantidad de dinero que pueden pedir prestado los bancos, ya que se espera que no sea usada la ventanilla de descuento como fuente regular de financiamiento.

Otro elemento que refuerza esta expectativa es el estigma que existe en torno a su uso, puesto que puede ser considerado como un síntoma de débil situación financiera e imposibilidad de obtener fondos en los mercados de capitales. Este estigma puede llegar a ser dañino ya que los bancos se muestran renuentes a acudir a la ventanilla, y por tanto dificultan la implementación de la política monetaria (Klee, 2011). Para evitar estas situaciones muchos bancos centrales han adoptado medidas encaminadas a mantener el anonimato de las instituciones que acuden a la ventanilla.

El uso de la ventanilla de descuento está asociado a dos conceptos fundamentales: iliquidez idiosincrática e iliquidez agregada.

La primera tiene que ver con una necesidad individual de un banco, ocasionada generalmente por una demanda inesperada de depósitos. La segunda ocurre cuando la demanda de liquidez a nivel global supera la oferta, o sea, se define como iliquidez sistémica. Esta situación puede ser causada por un pánico

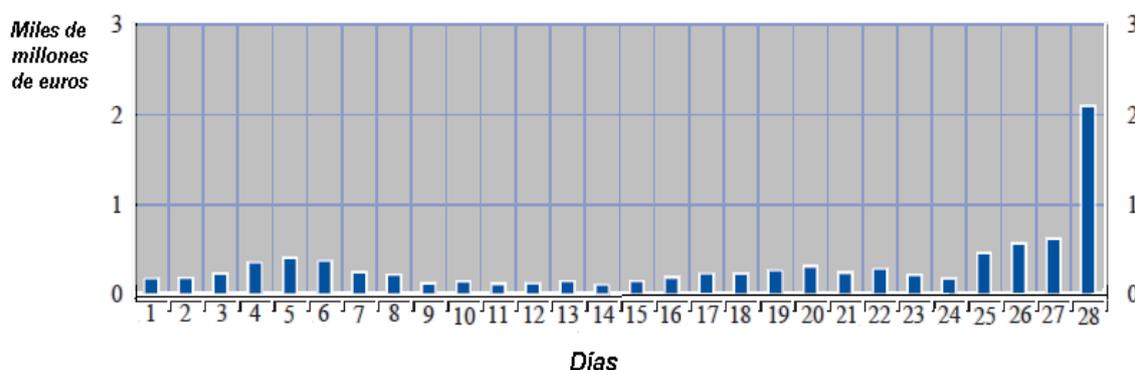
bancario, o en sentido general, por el estallido de una crisis financiera. En condiciones normales, no tan turbulentas, también existe iliquidez agregada, fundamentalmente con carácter estacional (BCE, 2008).

Esto es, por ejemplo, al cierre del periodo fiscal, o también al final del periodo de mantenimiento de encaje, cuando los bancos pueden simultáneamente necesitar fondos adicionales para cumplir con los requerimientos de reserva que deben mantener en las cuentas del banco central.

En el Gráfico 1.1 se puede observar el uso de la facilidad marginal de crédito⁴ que ofrece el Banco Central Europeo; los datos presentados son un promedio diario durante cada periodo de encaje⁵ entre 1999 y 2008.

Gráfico 1.1

Uso promedio diario de la Facilidad Marginal de Crédito (BCE) durante el periodo de encaje



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE

Nótese como la recurrencia durante la última semana es superior al resto del periodo, aumentando sobre todo el último día de manera significativa, ya que es en esta fecha cuando los bancos están más urgidos de depositar en sus cuentas del banco central los fondos adicionales para darle cumplimiento a los requerimientos de encaje.

⁴ Facilidad de préstamo garantizado, con vencimiento a un día, a una tasa penalizada que constituye un límite superior para el mercado interbancario de la zona euro.

⁵ El encaje se calcula como un promedio de los saldos mantenidos cada día durante el periodo mensual de cómputo.

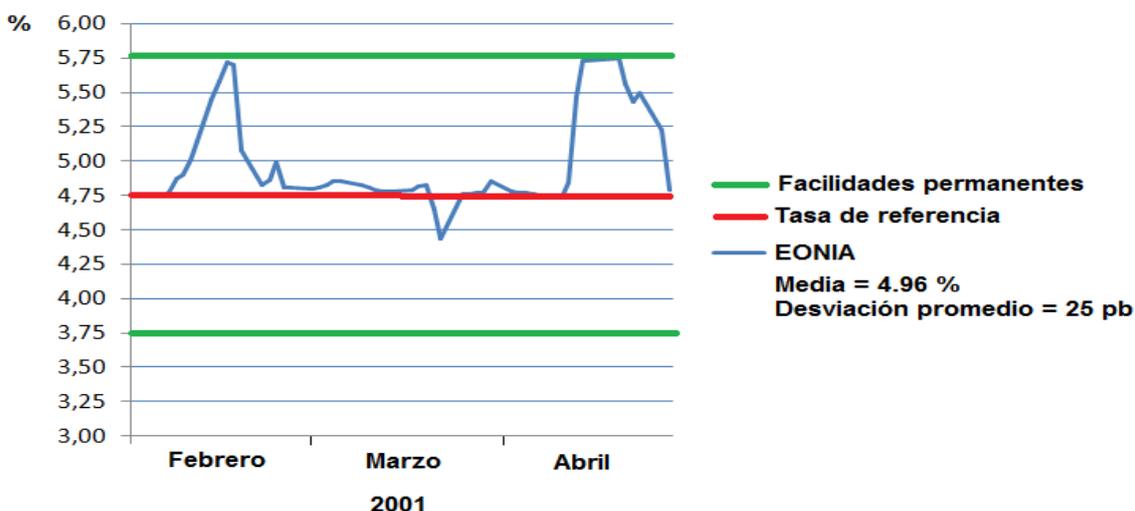
El diferencial de tasas

La principal polémica con respecto a la ventanilla de descuento está referida a cuál debe ser el diferencial de tasas adecuado para la implementación de la política monetaria por parte del banco central, o sea, la amplitud del corredor. Un corredor se considera estrecho cuando la tasa de descuento/depósito se sitúa hasta 50 puntos básicos (1pb=0.01%) por encima/debajo de la tasa de referencia del banco central (Klee, 2011).

La ventaja fundamental atribuida a un corredor estrecho es el efecto estabilizador sobre la tasa de interés a corto plazo en el mercado interbancario, o sea, que en la medida que el diferencial de tasas es menor disminuye el rango de fluctuaciones, en el entendido de que las facilidades de crédito y depósito constituyen respectivamente límites superior e inferior para la tasa interbancaria de corto plazo (Chapman, 2008).

Para ilustrar la idea anterior se analiza la volatilidad en un corredor con un diferencial de tasas de 100 pb y luego la volatilidad en otro con un diferencial de 25 pb. El Gráfico 1.2 corresponde a la serie diaria de EONIA (*Euro Overnight Index Average*) en los meses de febrero, marzo y abril de 2001; la tasa de referencia del BCE es de 4.75% con un diferencial simétrico de 1% para las facilidades de crédito y depósito.

Gráfico 1.2
Serie diaria EONIA (febrero, marzo y abril de 2001)



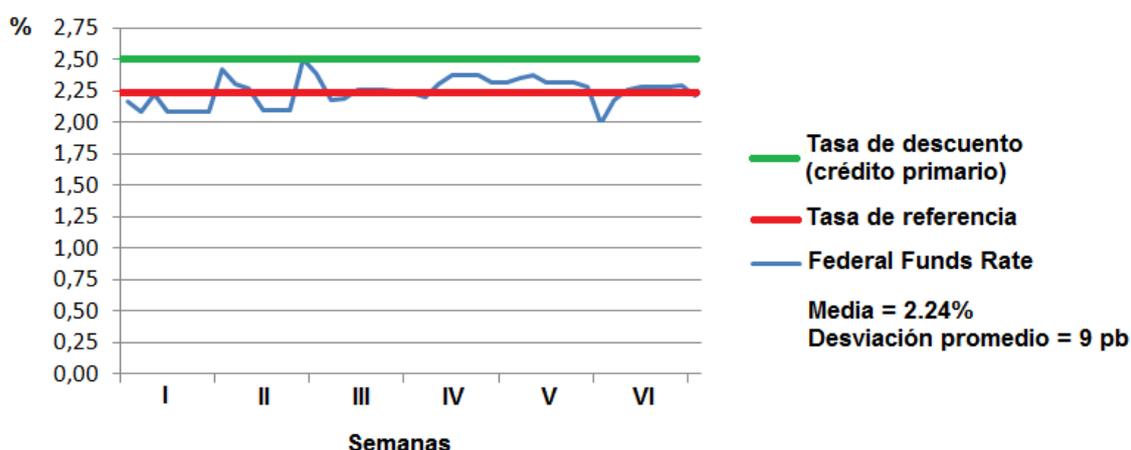
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de EONIA®

Lo primero a destacar es que la tasa de interés interbancaria a corto plazo es acotada por las facilidades de crédito y depósito, de manera que las tendencias al alza o a la baja son contenidas en los respectivos valores de estas facilidades, en caso de que fallen otros instrumentos de regulación de la política monetaria; esto convierte a la ventanilla de descuento en una especie de válvula de seguridad ante presiones en los mercados financieros.

Por tratarse de un corredor ancho las fluctuaciones en la tasa de interés a corto plazo tienen mayor amplitud, generando así mayor volatilidad con respecto a un corredor estrecho. En este caso particular la tasa interbancaria se desvía de la media aritmética unos 25 pb como promedio.

Para contrastar el resultado anterior con lo que sucede en el caso de un corredor estrecho, se propone analizar el comportamiento de la *Federal Funds Rate* a partir de la implementación de un diferencial de 25 pb entre la tasa de descuento para el programa de crédito primario⁶ y la tasa de referencia de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Los datos presentados en el Gráfico 1.3 corresponden al periodo comprendido entre el 18 de marzo y el 29 de abril de 2008, cuando la tasa objetivo fue modificada. Para el periodo analizado la tasa de descuento es 2.50 % y la tasa objetivo es 2.25 %.

Gráfico 1.3
Serie diaria Federal FundsRate (18/3/2008 - 29/4/2008)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Fed

⁶ Programa principal de la Ventanilla de descuento de la Fed. Es una facilidad de préstamo garantizado, a corto plazo, generalmente overnight, y a una tasa penalizada que constituye un límite superior para la *Federal Funds Rate*.

Obsérvese cómo la tasa de descuento del programa de crédito primario constituye un límite superior para la tasa interbancaria; el estrecho diferencial de tasas reduce la amplitud de las fluctuaciones y por tanto la volatilidad con respecto a un corredor ancho.

En este último caso analizado, la desviación promedio es de 9 pb, considerablemente menor que en el caso previo, lo que refuerza la hipótesis sugerida. No obstante, es preciso señalar que a un corredor estrecho no necesariamente corresponde una menor desviación promedio; esto depende de las características de cada mercado en el periodo que se someta a análisis.

Si bien un corredor estrecho presenta la ventaja de estabilizar la tasa de interés interbancaria a corto plazo, esta tasa se aproxima más fácilmente a su límite superior, por lo que se reduce el *spread*⁷ entre la tasa de descuento y la tasa interbancaria (Bernstein, Hughson, & Weidenmier, 2008).

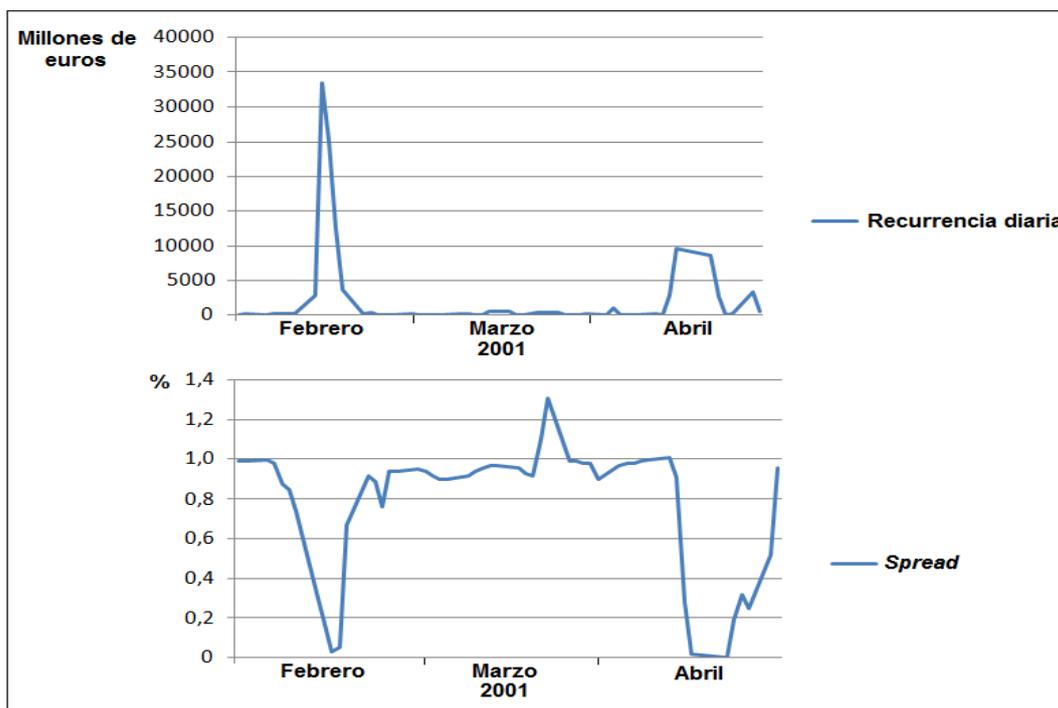
En la medida en que el *spread* es menor, los bancos tienen menos incentivo a buscar financiamiento en el mercado, ya que la diferencia del costo de los fondos es más pequeña. Esto origina que se haga un uso indebido de la ventanilla de descuento, lo que trae como consecuencia que se afecte el Balance del banco central y puede incurrirse en una emisión primaria innecesaria, inyectando liquidez en un sistema donde hay existencias suficientes de reservas, pero no se ha hecho una explotación exhaustiva de las mismas en el mercado.

La relación inversa entre el *spread* y la recurrencia a la Ventanilla de descuento se ilustra en el Gráfico 1.4. Los datos presentados corresponden al periodo ya analizado en el Gráfico 1.2 (febrero, marzo y abril de 2001). En la parte superior aparece el uso diario de la facilidad marginal de crédito del BCE, y en la parte inferior se muestra el *spread*.

⁷ El *spread* es igualmente un diferencial de tasas, pero se ha empleado este término para distinguirlo del diferencial entre la tasa de descuento y la tasa de referencia.

Gráfico 1.4

Relación inversa *spread*-recurrencia a la Ventanilla de descuento



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE y EONIA®

Nótese cómo en los meses de febrero y abril, donde el *spread* fue bajo, la recurrencia a la Facilidad Marginal de Crédito fue elevada; en cambio, marzo, con un elevado *spread*, fue el mes que menos se usó esta facilidad, con valores próximos a cero.

Otra función de la ventanilla de descuento es incidir sobre la prudencia de los bancos en el manejo de sus reservas, ya que éstos eventualmente pueden tener necesidad de acudir a la ventanilla como último recurso, y por tanto un aumento del diferencial de tasas implica un encarecimiento de los fondos, por lo que sería consistente con una mayor prudencia por parte de los bancos, que se supone asuman posiciones menos riesgosas y administren mejor la liquidez (Chapman, 2008). El efecto contrario, causado por una ventanilla de fácil acceso, penaliza menos la propensión de los bancos a asumir lo que se conoce como riesgo moral.

Paridad de intereses

Además de las cuestiones planteadas, hay que tener en cuenta otros factores a la hora de definir la tasa de descuento. Uno de los más relevantes es el de la paridad de intereses. Para que exista paridad, las tasas de interés para distintas monedas tienen que ser aquellas que permitan un rendimiento idéntico del capital tanto en una moneda como en otra (Mishkin, 2008), o sea que:

$$(i_x + 1) = (i_y + 1) \times TC_f / TC_0$$

Donde:

i_x : Tasa de interés para la moneda X

i_y : Tasa de interés para la moneda Y

TC_0 : Tipo de cambio actual, expresado en unidades monetarias de X por cada unidad monetaria de Y.

TC_f : Tipo de cambio futuro

En caso de que no se observe el criterio de paridad de intereses, se pueden crear las condiciones para el arbitraje, esto es, pedir prestado de la Ventanilla de descuento para convertir el préstamo a otra moneda y beneficiarse de los rendimientos superiores de los activos denominados en dicha moneda.

Tasa de descuento progresiva

Muchos bancos centrales, como por ejemplo la Reserva Federal de los Estados Unidos, han utilizado a lo largo de la historia tasas de descuento progresivas. Actualmente este sistema lo utilizan tanto bancos centrales de países con sistemas financieros altamente desarrollados, como el Banco de Inglaterra, así como también bancos centrales de países con sistemas financieros poco desarrollados, como el Banco Central de Bolivia.

El diseño de una ventanilla con tasa de descuento progresiva está encaminado a suavizar el costo del financiamiento y lograr un mejor manejo de la liquidez en el sistema bancario, contribuyendo a estabilizar la tasa interbancaria. Para ello, el banco central establece un sistema de dos o más tramos en el que el

costo marginal del financiamiento es ascendente en función de la cantidad de dinero solicitada (Wallace, 1956).

Los límites de estos tramos pueden ser absolutos o relativos, siendo estos últimos los más usados. El hecho de que los límites sean absolutos significa que la ventanilla ofrece un trato idéntico para todas las entidades que acuden a pedir prestado, sin hacer distinción en cuanto al capital o los pasivos del prestatario.

Por lo general los límites son relativos, lo que significa que el diseño de la tasa progresiva se ajusta a cada solicitante (Anderson, 1966). Los límites usualmente se establecen como porcentaje del encaje legal que mantiene el prestatario en el banco central, o en caso de no existir encaje legal, como porcentaje de los pasivos, aunque también se pueden calcular en función del patrimonio de la entidad financiera que acude a la ventanilla de descuento (Ver Ejemplo 1).

Ejemplo 1

Se supone una tasa de descuento progresiva que consta de cinco tramos cuyos límites se calculan en función del encaje legal:

Primer tramo: Hasta el 20% del encaje legal. Td=3%

Segundo tramo: Hasta el 40% del encaje legal. Td=4%

Tercer tramo: Hasta el 60% del encaje legal. Td=5%

Cuarto tramo: Hasta el 80% del encaje legal. Td=6%

Quinto tramo: Del 80% del encaje legal en adelante. Td=7%

De esta forma, para una entidad financiera cuyo encaje legal sea 100 millones de pesos y vaya a solicitar a la ventanilla de descuento 110 millones de pesos, el costo de ese financiamiento, o lo que es lo mismo, la tasa de interés promedio, sería el siguiente (Tabla 1):

Tabla 1

Tramo	Límite	Tasa de interés	Cantidad solicitada	Interés
1	20.000.000	3%	20.000.000	600.000
2	40.000.000	4%	20.000.000	800.000
3	60.000.000	5%	20.000.000	1.000.000
4	80.000.000	6%	20.000.000	1.200.000
5	...	7%	30.000.000	2.100.000
Total			110.000.000	5.700.000

Fuente: Elaboración propia

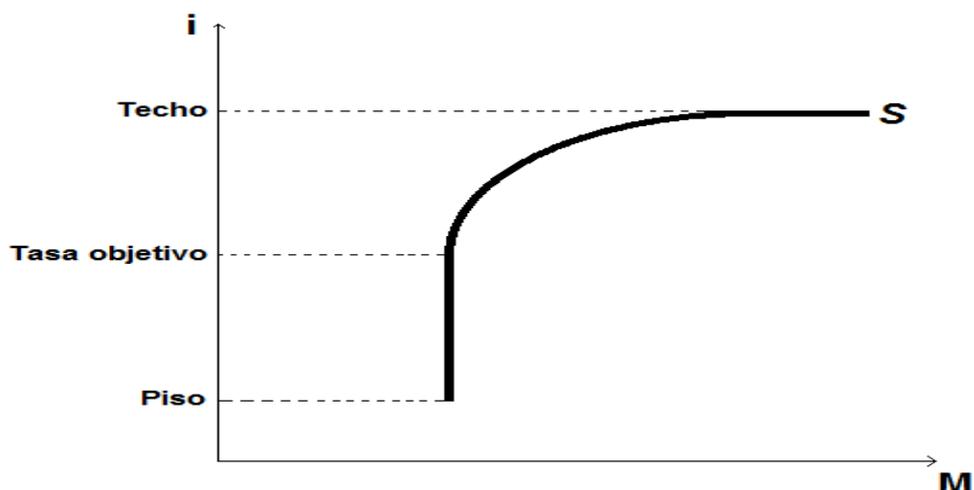
Tasa de interés promedio = Interés/Cantidad solicitada

Tasa de interés promedio = 5.7 millones/110 millones = 5.18%

Por estar concebida la ventanilla de descuento como un recurso de última instancia, con el objetivo de estimular la explotación exhaustiva de los fondos en el mercado interbancario, esta tasa de descuento progresiva debería comenzar por un valor inmediato superior a la tasa de referencia del Banco Central, o sea, que éste debería empezar a ofrecer crédito a un costo superior a la tasa objetivo de política, y a su vez este costo debe ser progresivo con tendencia a un valor que constituya el techo para el corredor interbancario. Así se podría construir una función de oferta para el mercado monetario⁸ que relacione la cantidad ofertada con el costo asociado de financiamiento (Gráfico 1.5).

Gráfico 1.5

Oferta monetaria con tasa de descuento progresiva

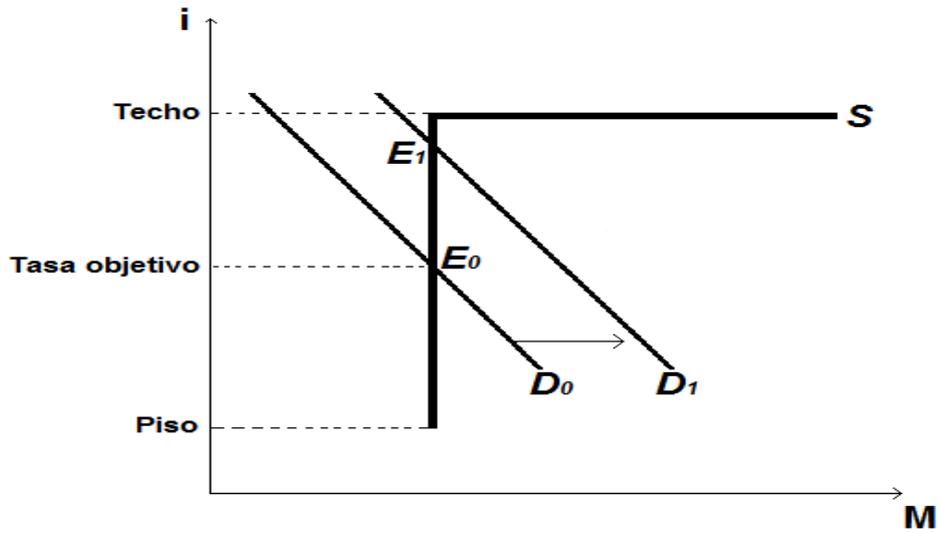


Fuente: Elaboración propia

La principal ventaja de este diseño es que suaviza el costo del financiamiento a la vez que reduce la volatilidad en el mercado interbancario ante un exceso de demanda que afecte el equilibrio. Para ilustrar la idea anterior se propone analizar primeramente lo que sucede ante un exceso de demanda, en ausencia de tasa de descuento progresiva, o sea, con un sistema de ventanilla a tasa fija (Gráfico 1.6).

⁸ Se asume como supuesto que no existen otros instrumentos de intervención del banco central.

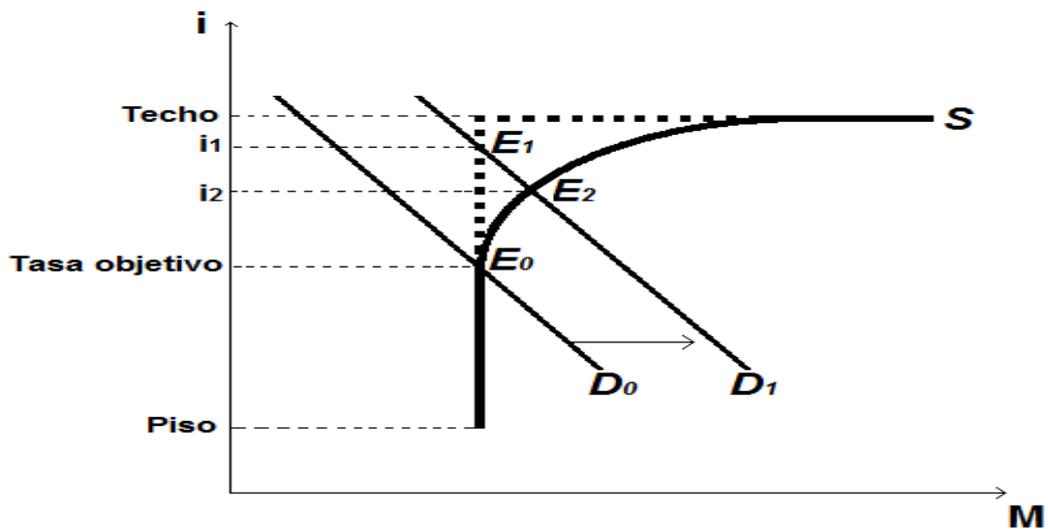
Gráfico 1.6
Ajuste ante un exceso de demanda (con tasa de descuento fija)



Fuente: Elaboración propia a partir de (Woodford, 2001) y (Mishkin, 2008)

Obsérvese que en este caso un aumento en la demanda se absorbe mediante un incremento en la tasa de interés, sin que haya ajuste en cuanto a la cantidad, debido a que en este segmento analizado la oferta es constante. El resultado es un nuevo punto de equilibrio E_1 . En caso de que exista una tasa de descuento progresiva a partir de la tasa objetivo de política, se conseguiría reducir la volatilidad ante un exceso de demanda que afecte el equilibrio (Gráfico 1.7).

Gráfico 1.7
Ajuste ante un exceso de demanda (con tasa de descuento progresiva)



Fuente: Elaboración propia

Nótese cómo en caso de no existir la tasa de descuento progresiva el equilibrio se alcanza a una tasa i_1 , que es superior a la tasa i_2 a la cual se equilibra nuevamente el mercado ante un exceso de demanda cuando existe la tasa de descuento progresiva. En este caso se produce el ajuste tanto vía cantidad como vía tasa de interés, con lo cual se logra reducir la volatilidad con respecto al caso en que no existe la tasa de descuento progresiva, en el cual todo el incremento en la demanda se traduce en un alza de la tasa de interés en el mercado.

El colateral exigido

Otra de las principales polémicas sobre la ventanilla de descuento es la relativa a los colaterales exigidos por el banco central. La principal función del colateral es proteger al banco central contra un posible impago por parte del banco prestatario. Los préstamos concedidos a través de la Ventanilla de descuento deben ser asegurados a conveniencia del banco central, pero la intención no es cerrar la operación liquidando el activo, sino efectuar la operación inversa al anticipo y cobrar los intereses (Chapman, 2008).

Se define como colateral aceptable generalmente aquel que puede ser liquidado en un periodo de tiempo razonable a un valor aceptado. Como regla general, entre más riesgoso es el colateral, menor valor de cobertura le es asignado por el banco central.

Determinar los criterios para evaluar los colaterales requiere un entendimiento de los diversos riesgos asociados a estos activos. Los principales riesgos son: *riesgo de impago*, *riesgo de depreciación* y *riesgo de iliquidez* (Fed, 2010).

El *riesgo de impago* se refiere a la probabilidad de que el deudor o emisor del colateral aceptado no pueda o no esté dispuesto a cumplir con sus obligaciones en el momento de efectuar el pago.

El *riesgo de depreciación*, o riesgo de mercado, está referido a la probabilidad de que el activo que se ha admitido como colateral pierda valor ante determinadas condiciones en el mercado.

El *riesgo de iliquidez*, como su nombre lo indica, se refiere a la probabilidad de que el colateral no pueda ser liquidado en el mercado en un tiempo razonablemente breve y a un precio aceptable para el banco central.

No obstante, dado el propósito de la Ventanilla de descuento, los bancos centrales aceptan generalmente una amplia gama de colateral, e incluso en algunos casos, para hacer más expedito el financiamiento a corto plazo, se establece un sistema de dos tramos, de manera que en el primer tramo no se exige colateral alguno.

Otra opción que aplican algunos bancos centrales, como el de Taiwán, es establecer una tasa para los préstamos sin colateral superior a la que aplica a los préstamos garantizados por colateral, quedando a discreción del prestatario si respalda el crédito o no.

Otros bancos centrales son más exigentes con respecto al colateral aceptado, como por ejemplo el Banco de Inglaterra, que tiene un sistema diferenciado de tasas de descuento en función del colateral que admite en las operaciones de la ventanilla (BoE, 2014).

En este capítulo se ha dado cumplimiento al primer objetivo de la investigación. Los principales elementos expuestos hasta ahora se pueden sintetizar de la siguiente manera:

- Existe consenso en que el banco central debe actuar como prestamista de última instancia (PUI) del sistema financiero.
- Cuando el banco central decida utilizar la ventanilla para ejercer su función de PUI, debe considerar el *trade-off* entre el costo de exacerbar el riesgo moral y el beneficio de evitar una crisis financiera.
- La postura académica predominante con respecto al PUI es la posición clásica, que aboga por que el banco central conceda irrestrictamente créditos garantizados sólo a bancos solventes y a una tasa penalizada. En la práctica,

no obstante, muchos bancos centrales han asistido a través de la ventanilla a bancos insolventes.

- En lo relativo a la función de la ventanilla de descuento como límite superior del mercado interbancario (MIB), se considera que la ventaja fundamental atribuida a un corredor estrecho es el efecto estabilizador sobre la tasa a corto plazo, mientras que la principal desventaja es que al reducirse el *spread* los bancos tienen menos incentivo a buscar financiamiento en el MIB, lo que puede provocar un uso indebido de la ventanilla de descuento.

- Es necesario observar el criterio de paridad de intereses a la hora de definir la tasa de descuento, con el objetivo de evitar el arbitraje.

- La principal ventaja de la tasa de descuento progresiva es que suaviza el costo del financiamiento, a la vez que reduce la volatilidad en el mercado interbancario ante un exceso de demanda que afecte el equilibrio.

- Existe consenso en que es conveniente que los préstamos otorgados a través de la ventanilla estén respaldados por suficiente colateral.

CAPÍTULO II: Experiencia internacional en la utilización de la ventanilla de descuento

Luego de estudiar los principales elementos teóricos de la ventanilla de descuento según la macroeconomía convencional, en este capítulo se analiza la experiencia de algunos bancos centrales en la utilización de este instrumento. Con fines metodológicos se dividió el estudio en aquellos países que presentan un alto grado de desarrollo de los mercados financieros y los países con sistemas financieros poco desarrollados.

De los bancos centrales de países con elevado desarrollo se escogió a la Reserva Federal de los Estados Unidos de América (Fed) y al Banco de Inglaterra (BoE). Los motivos de esta selección radican en que ambos bancos centrales: tienen más de un siglo de historia, lo que permite estudiar cómo utilizaban la ventanilla de descuento cuando era el único instrumento de política monetaria con que contaban; han sido protagonistas en el sistema financiero mundial; tuvieron que enfrentar directamente la reciente crisis financiera, lo que permite estudiar la utilización que hicieron de la ventanilla como instrumento no convencional de política monetaria. De manera especial, se estudia el caso de la Fed, principal referente mundial en términos de conducción de la política monetaria.

Para el estudio de los países con poco grado de desarrollo se escogió a Bielorrusia y Bolivia. La selección de Bielorrusia obedece a que es un país que pertenecía a la extinta Unión Soviética, por lo que el punto de partida en cuanto a conducción de la política monetaria y estructura del sistema financiero es muy similar al de Cuba. La selección de Bolivia obedece a que, a la vez de ser un país subdesarrollado de la región, el diseño interesante y poco común de su ventanilla de descuento puede propiciar una serie de ventajas para la implementación de la política monetaria.

2.1: Sistemas financieros desarrollados

2.1.1 Reserva Federal de los Estados Unidos de América

La filosofía subyacente del Acta constitutiva de la Reserva Federal en lo relativo al mecanismo de descuento fue la llamada “*real bills doctrine*”, la cual

planteaba que el crédito bancario debía ser confinado sólo a usos productivos y a corto plazo (Fed, 1915). Con fines de regulación selectiva, la ventanilla de descuento fue considerada el más eficiente instrumento para el control del crédito bancario.

Uso apropiado de la ventanilla de descuento

Cuando surgió la Fed, hubo consenso en que los créditos debían ser otorgados a corto plazo para cubrir necesidades temporales de liquidez, y que la recurrencia habitual no era saludable ni deseable.

Los usos apropiados eran de dos tipos: anticipos o descuentos a corto plazo para cubrir pérdidas de reservas, tales como extracciones de depósitos y otras que no pudieran ser razonablemente anticipadas; y anticipos o descuentos a más largo plazo para asistir a los bancos miembros en casos excepcionales.

Los usos inapropiados incluían: expansión bancaria, especulación, beneficiarse de algún diferencial de tasas u obtener una ventaja impositiva (Fed, 1915).

La tasa de descuento

Inicialmente había poco conocimiento entre los dirigentes de la Fed sobre cuál era el papel de la tasa de descuento o los criterios para modificarla. El concepto de una tasa penalizada respecto al mercado fue ampliamente aceptado en principio, pero fue considerado impráctico en los Estados Unidos debido a la diferencia existente en las tasas de interés de mercado entre distintas regiones y entre distintos tipos de crédito. El punto de vista dominante resultó ser que ninguna simple regla o fórmula sería suficiente. Por el contrario, las decisiones deberían ser tomadas sobre la base de un amplio rango de informaciones relevantes acerca de las circunstancias prevalentes en cada momento (Ellen & Whitehouse, 1989).

Quizá el principio más ampliamente aceptado fue que la tasa de descuento debía ser aumentada cuando hubiera evidencia de que la expansión del crédito bancario era excesiva en relación al volumen de actividad económica, y que la tasa debería ser disminuida en periodos recesivos para estimular la expansión del crédito.

Métodos para regular el uso apropiado de la ventanilla

Elegibilidad

Al principio, la elegibilidad fue considerada el método principal para confinar el crédito bancario a fines productivos; sin embargo, la evidencia empírica pronto demostró que el tipo de papel presentado a descuento no indicaba o no guardaba relación con el uso que se hacía de ese crédito extendido a través de la ventanilla.

Además, algunos bancos no poseían suficiente colateral elegible por lo que virtualmente no podían acudir a la ventanilla a satisfacer su demanda de liquidez en las cantidades requeridas.

Para resolver este problema, el Acta constitutiva de la Fed fue modificada, otorgándoles a los bancos regionales la autoridad de extender crédito contra cualquier tipo de colateral satisfactorio de acuerdo al *Board of Governors*, pero a una tasa penalizada en 0.5% con respecto a la tasa de descuento para los otrora colaterales elegibles (Anderson, 1966).

Presión directa

Después de la Primera Guerra Mundial el énfasis pasó a la “presión directa” como método para confinar el crédito al uso que se entendía apropiado. La ineffectividad del método basado en la elegibilidad, junto a la inmovilización de la tasa de descuento debido a los requerimientos de financiamiento del Gobierno, resultaron en un giro hacia el método de “presión directa” a través de la ventanilla, con el objetivo de regular el uso final del crédito y prevenir la recurrencia excesiva a la ventanilla.

Aunque los funcionarios del banco central no podían identificar el uso específico de los descuentos, sí podían investigar las políticas inversionistas de los bancos miembros, y negar el acceso a la ventanilla a aquellos bancos que estuvieran usándola con propósitos improductivos (Ellen & Whitehouse, 1989).

Uno de los principales argumentos de los que se oponían a esta política es que era impráctica. Era imposible confinar el crédito a usos productivos a través de mecanismos administrativos. Un banco miembro muchas veces acude a la

ventanilla para cubrir un déficit ya existente de reservas, y a su vez este déficit es el resultado de varias transacciones, lo que hace confusa la utilización del crédito otorgado. Además, los descuentos obtenidos en la ventanilla por bancos que sólo conceden créditos productivos pueden ser canalizados a bancos que los utilizan con fines especulativos o no esenciales. No obstante lo anterior, también se señaló que esta política sólo alcanzaría a los bancos bajo la supervisión y control de la Fed, y no al sistema bancario completo (Anderson, 1966).

Además, había serias dudas sobre si el hecho de confinar el crédito exclusivamente a usos productivos resultaría en la cantidad apropiada de crédito a nivel agregado. La cantidad total de crédito en la economía podía expandirse más rápidamente que la capacidad productiva, incluso bajo el criterio de uso productivo del crédito, por lo que podría generar presiones inflacionarias.

En los primeros años de la Reserva Federal, una canalización del crédito hacia la bolsa de valores reavivó la controversia respecto a la “presión directa”. La situación demandaba que se cortara el flujo de crédito hacia las actividades especulativas en la bolsa y al mismo tiempo no se encareciera el crédito para el sector de la economía real.

Los que eran favorables a la “presión directa” creían que un aumento en la tasa de descuento tendría poco efecto sobre el uso especulativo del crédito bancario y sí un gran efecto adverso sobre la industria, el comercio y la agricultura. Otros en cambio consideraban que la política de “presión directa” no podría ser implementada efectivamente, por lo que abogaban por un aumento en la tasa de descuento.

Colateral adicional

Un método usado por muchos bancos regionales para prevenir el uso excesivo de la ventanilla fue requerir la presentación de colateral adicional. Con la tasa de descuento congelada hasta 1920 debido a las exigencias políticas sobre los requerimientos de financiamiento del gobierno durante la Primera Guerra Mundial y en el periodo inmediato posterior, los dirigentes de la Fed se vieron

obligados a buscar otros métodos para lidiar con el problema de las inmensas solicitudes de crédito. Algunos bancos regionales comenzaron a requerir un margen extra de colateral a los bancos que solicitaban un préstamo considerado excesivo e inapropiado.

El colateral adicional usualmente se requería cuando un préstamo excedía cierta cantidad, que estaba en función del capital del prestatario, o de una “línea básica” computada para cada banco miembro.

Tasa de descuento progresiva

Prevenir el uso excesivo de la ventanilla de descuento siempre ha sido un problema. Los préstamos excesivos fueron considerados contrarios al espíritu del Acta constitutiva de la Fed, la cual autorizaba a los bancos regionales a administrar la ventanilla de descuento de manera que los bancos miembros tuvieran un acceso justo y equitativo a la misma.

Uno de los primeros experimentos para evitar el uso excesivo de la ventanilla de descuento fue el establecimiento de tasas de descuento progresivas por parte de cuatro bancos regionales de la Fed (Kansas City, Dallas, St. Louis, y Atlanta). La tasa progresiva penalizaría a los que usaran excesivamente la ventanilla, sin afectar a los que acudían a la misma solicitando un crédito moderado. El diseño de esta tasa contemplaba un incremento adicional a la tasa básica de 0.5% por cada 25% que el préstamo otorgado a un banco superara su “línea básica” (Wallace, 1956).

La debilidad fundamental de este mecanismo fue que la penalización estaba basada completamente en la cantidad que excediera la “línea básica”, la cual estaba calculada de manera ilógica.

El consenso de los dirigentes de la Fed fue que la “línea básica” debía representar la contribución del banco miembro al total de recursos de que disponía la Fed para prestar. Así la “línea básica” pasó a ser calculada en función del encaje legal.

Uno de los principales beneficios que se le señalan a esta política es que logró una mejor distribución del crédito entre los distintos bancos miembros,

desincentivando a los grandes bancos de los centros financieros, que anteriormente pedían en exceso en la ventanilla para luego prestarle ese mismo dinero a los bancos pequeños, generalmente ubicados en las zonas rurales.

La tasa progresiva afectó negativamente a aquellos bancos que sufrían extracciones de depósitos o demanda de crédito con carácter cíclico o estacional, aunque sólo un pequeño porcentaje pagó tasas superiores al 10%. No obstante, los episodios de elevadas tasas pagadas por unos pocos bancos pusieron en el centro del debate político a la tasa progresiva. Adicionalmente, el hecho de que no se aplicara en todo el país limitó su eficacia, ya que los bancos podían evadir las tasas penalizadas pidiendo prestado a través de un corresponsal en otro banco regional de la Fed sin tasa progresiva.

Luego de los debates, el consenso fue que el uso excesivo sería desincentivado mejor por métodos administrativos; de esta forma, los cuatro bancos regionales que habían implementado la tasa progresiva la abandonaron al poco tiempo.

Tasas de descuento preferenciales

Estas tasas fueron utilizadas fundamentalmente para facilitar el financiamiento de la agricultura y el gasto militar. De esta manera fueron descontados a tasas preferenciales los bonos del Tesoro y los papeles comerciales del sector agrícola. La principal crítica a estas medidas fue su carácter discriminatorio, ya que los bancos que poseían este tipo de activos contaban de facto con una ventaja competitiva otorgada por la Fed.

Con el objetivo de desincentivar el uso frecuente de la ventanilla de descuento la Fed implementó igualmente tasas preferenciales para aquellos bancos que no recurriesen a la ventanilla en al menos 15 días.

Algunas de las ventajas que se le señalan a este método son:

- No constituyen una penalización sino un estímulo, no sancionando sino premiando el uso moderado y esporádico de la ventanilla.

- La tasa preferencial podía ser cambiada sin el impacto psicológico de un cambio en la tasa de descuento regular ya que no constituía una señalización de política.

No obstante estas ventajas, las tasas preferenciales fueron criticadas igualmente por su carácter discriminatorio para con los bancos que tenían flujos estacionales o cíclicos, los cuales se veían obligados a pedir en la ventanilla frecuentemente (Anderson, 1966).

Coordinación de la ventanilla con las Operaciones de Mercado Abierto

Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) fueron descubiertas como instrumento de política de la Reserva Federal a principios de los años veinte del pasado siglo (Goodhart, 1985). Pronto fue reconocido que el uso combinado de las OMA con la ventanilla de descuento era más efectivo que cada uno por separado. Con fines restrictivos, las OMA podían ser usadas para forzar a los bancos hacia la ventanilla, haciendo por tanto más potente un aumento en la tasa de descuento. Una política laxa sería más efectiva si la disminución de la tasa de descuento se combinara con la provisión de reservas a través de las OMA.

Había en aquel entonces divergencia de criterios respecto a cuál instrumento debería iniciar un cambio en la orientación de la política. Algunos proponían que el cambio comenzara con las OMA, debido a que éstas generaban menor impacto psicológico que un cambio en la tasa de descuento y podían ser revertidas más fácilmente, debido a la flexibilidad en su diseño en cuanto a cantidad, plazo y tasa de interés.

Otros proponían que la ventanilla iniciara cualquier cambio en la orientación de la política, sobre todo si ésta era restrictiva, previendo que al disminuir la provisión de reservas a través de la OMA, se produciría una mayor recurrencia a la ventanilla, y de no haber un ajuste en la tasa de descuento, el banco central podría convertirse en fuente regular de financiamiento para los bancos comerciales, lo cual iba en contra de los principios fundacionales de la Fed.

La ventanilla de descuento en la actualidad

Actualmente la ventanilla de descuento de la Reserva Federal tiene tres programas de crédito, cada uno con una función distinta:

Crédito Primario: El crédito primario está disponible para las instituciones de depósito muy sólidas y es un crédito a corto plazo, generalmente overnight, a una tasa superior a la tasa objetivo para los fondos federales, dictada por el Comité de Mercado Abierto. A los solicitantes no se les exige buscar otras fuentes de financiamiento, ni proporcionar las razones para acudir a la Ventanilla; la Reserva Federal espera que, dado el spread de tasas con respecto al mercado, las instituciones usen la Ventanilla como última instancia en vez de utilizarla como fuente regular de financiamiento.

El crédito primario puede ser usado para cualquier propósito, incluyendo el financiamiento de las ventas de fondos federales.

Ofreciendo fondos a una tasa fija en tiempos de iliquidez temporal, el programa de crédito primario se complementa con las operaciones de mercado abierto para la implementación de la política monetaria. Usualmente la Reserva Federal usa el término tasa de descuento para referirse a la tasa de crédito primario, dado que éste es el principal programa de la Ventanilla.

Generalmente la información solicitada por la Reserva Federal es la mínima indispensable, aunque a discreción puede solicitar información adicional en caso de que sospeche que el prestatario no se encuentra en buenas condiciones financieras.

El crédito primario puede ser extendido por periodos de algunas semanas a instituciones financieras en buenas condiciones financieras que no pueden obtener fondos temporales en el mercado en términos razonables (Fed, 2010).

Crédito Secundario: El crédito secundario está disponible para las instituciones que no son elegibles para el crédito primario. Este crédito se extiende a corto plazo, generalmente overnight, a una tasa superior a la tasa primaria. El crédito secundario tiene como propósito resolver necesidades de liquidez temporal, cuando su uso es consistente con devolver la confianza en el

mercado. Este programa crediticio implica una mayor supervisión y administración por parte de la Reserva Federal. El crédito secundario no puede ser utilizado para financiar una expansión de los activos bancarios (Fed, 2010).

Crédito Estacional: Este programa está diseñado para asistir a instituciones pequeñas que presentan flujos estacionales, fundamentalmente relacionadas con los sectores agrícola y turístico. Originalmente este programa se diseñó a causa de la falta de acceso a los mercados monetarios que tenían estas instituciones pequeñas.

La tasa de interés aplicada es una tasa flotante basada en el mercado, generalmente un promedio de la *Federal Funds Rate* y la tasa de los Certificados de Depósito a 3 meses en el mercado secundario. Esta tasa es establecida en el primer día hábil de cada periodo de mantenimiento de dos semanas.

Bajo este programa, los prestatarios pueden obtener fondos a largo plazo en periodos de mayor demanda, de manera que el resto del año pueden mantener activos menos líquidos incrementando así la disponibilidad de fondos para préstamos locales. Para ser elegible para esta facilidad, las instituciones deben obtener una calificación de su Banco Regional y firmar arreglos con anterioridad, aunque esto no las compromete a pedir prestado.

Las instituciones descapitalizadas en situación crítica no son elegibles para este programa (Fed, 2010).

Entidades de contrapartida

Por ley, las instituciones depositarias que mantienen cuentas corrientes en la Reserva Federal pueden pedir prestado en la Ventanilla de descuento. La elegibilidad para acceder a la Ventanilla es independiente del uso de los servicios que presta la Reserva Federal.

Las sucursales de bancos extranjeros que mantienen reservas también son elegibles y su acceso tiene las mismas condiciones que las instituciones domésticas.

Las instituciones financieras no bancarias pueden acceder a la Ventanilla si mantienen reservas voluntariamente.

Colateral

Todos los créditos otorgados a través de la Ventanilla deben estar asegurados por suficiente cantidad y calidad de colateral aceptado (Fed, 2010). A los activos admitidos como colateral se les asigna un valor de cobertura adecuado a los requisitos de la Reserva Federal, generalmente consistente en el valor de mercado del activo menos un margen favorable a la Fed. En dependencia del tipo de activo se considera también la evaluación financiera de la institución emisora. Los activos más utilizados para respaldar un anticipo son:

-Bonos corporativos

-Bonos del Tesoro de los EE.UU.

-Créditos a consumidores

Los bonos del Tesoro generalmente son custodiados por la Fed, mientras que los créditos ofrecidos en prenda son custodiados por un tercero o por la propia institución prestataria.

2.1.2 Banco de Inglaterra

El Banco de Inglaterra utiliza en la implementación de la política monetaria una Facilidad Permanente de Crédito, en la cual los bancos pueden obtener efectivo con vencimiento a un día. Además, en octubre de 2008, como parte de los instrumentos no convencionales de política monetaria, se creó una facilidad que recibe el nombre de ventanilla de descuento, donde los bancos y *building societies*⁹ pueden mejorar la liquidez de los activos ofrecidos como colateral.

Facilidad Permanente de Crédito

El primer objetivo de esta facilidad es prevenir que la tasa interbancaria se aleje demasiado de la tasa de referencia, o sea, constituye un límite superior para el mercado interbancario a corto plazo. El segundo objetivo es proveer un medio

⁹Instituciones financieras no bancarias, de propiedad cooperativa o común, especializadas en préstamos hipotecarios.

para que los bancos puedan enfrentar fallos en el sistema de pagos, debido a problemas técnicos en los propios bancos o en la infraestructura del sistema de compensación.

Esta facilidad permanente asume la forma de una transacción repo overnight, contra activos de alta liquidez y calidad exclusivamente. De esta forma, la cantidad de dinero solicitado es ilimitada.

Generalmente la tasa de esta facilidad se ubica 25 puntos básicos por encima de la tasa de referencia del Banco de Inglaterra (BoE, 2014).

Clasificación del colateral

-Nivel A: Activos altamente líquidos y de alta calidad. Ejemplo: Instrumentos de deuda soberana.

-Nivel B: Activos razonablemente líquidos y de alta calidad, incluyendo al sector privado. Ejemplo: Bonos corporativos e hipotecas.

-Nivel C: Activos menos líquidos y activos a nombre propio. Ejemplo: activos emitidos o estrechamente vinculados al banco que solicita el préstamo.

Entidades de contrapartida

El Banco de Inglaterra no les exige a los bancos comerciales que mantengan reservas obligatorias, o sea, no existe lo que se conoce como encaje legal. Sin embargo, el Banco de Inglaterra sí les exige a los bancos comerciales que usan sus facilidades, que mantengan cuentas corrientes en el banco central, debido a que las operaciones son compensadas a través de estas cuentas. En consecuencia, a estos bancos que mantienen cuentas en el Banco de Inglaterra se les vincula a la Facilidad Permanente de Crédito, para cubrir posibles fallos inesperados en el sistema de pagos (BoE, 2014).

Las sucursales británicas de bancos pertenecientes a otra jurisdicción también pueden acceder a las facilidades, siempre que cumplan con los requisitos establecidos.

Ventanilla de descuento

Ante el estallido de la crisis financiera en el año 2008, el Banco de Inglaterra introdujo instrumentos no convencionales para la implementación de la política monetaria. La necesidad de utilizar este tipo de instrumentos está relacionada con el hecho de que con la crisis hubo una ruptura del primer eslabón de política: el mercado monetario. Los bancos no se prestaban entre sí, lo cual, unido a una tasa de referencia próxima a 0, dificultaba la conducción de la política monetaria, dejando poco margen de maniobra a través del canal convencional de la tasa de interés (Borio & Disyatat, 2009). De esta forma el banco central comenzó a intervenir directamente en los mercados financieros. Así, en octubre de 2008 surge la denominada ventanilla de descuento.

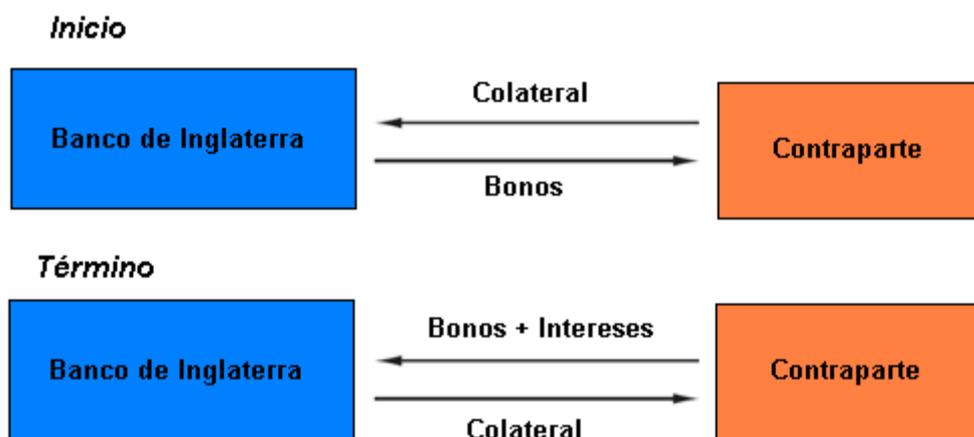
La no convencionalidad de este instrumento está dada fundamentalmente por dos razones:

- 1) Las instituciones de contrapartida de la ventanilla de descuento generalmente son bancos, y en este caso están incluidas también las *building societies*, que son instituciones financieras no bancarias.
- 2) Tradicionalmente a través de la ventanilla de descuento el banco central presta efectivo, y en este caso el préstamo se realiza en valores, específicamente bonos del Tesoro.

La ventanilla de descuento es una facilidad que se activa a petición de las entidades de contrapartida. Ésta permite a los solicitantes obtener activos altamente líquidos, generalmente bonos soberanos, a cambio de un colateral potencialmente menos líquido, pagando un interés (Figura 2.1)

Figura 2.1

Funcionamiento de la Ventanilla de descuento. Banco de Inglaterra



Fuente: Elaboración propia a partir de (BoE, 2014)

Estos bonos obtenidos pueden ser usados por los prestatarios para obtener efectivo en el mercado o en las operaciones denominadas ILTR (*Indexed Long-Term Repo*)¹⁰.

A las entidades de contrapartida no les está permitido obtener bonos en la Ventanilla de descuento simplemente para usarlos en la Facilidad Permanente de Crédito en aras de conseguir efectivo contra un colateral elegible, puesto que sería contrario al propósito de este tipo de facilidad. No obstante, el Banco de Inglaterra puede decidir, en situaciones excepcionales, prestar efectivo en vez de bonos a través de la Ventanilla de descuento.

Los préstamos otorgados a través de la Ventanilla de descuento tienen una madurez de 30 días, aunque el Banco de Inglaterra puede extender este periodo con un aumento adicional de la tasa de interés, si lo considera pertinente (BoE, 2014).

La tasa de interés aplicada refleja el tipo de colateral usado así como el tamaño del préstamo con respecto a los pasivos elegibles¹¹ del solicitante. (Tabla 2.1)

¹⁰ Subasta de efectivo a tipo único que realiza el Banco de Inglaterra con frecuencia mensual y plazos de hasta seis meses.

¹¹ Clasificación que reciben determinados pasivos u obligaciones de los bancos y *building societies*.

Tabla 2.1

Tasa de interés aplicada según colateral y tamaño del préstamo

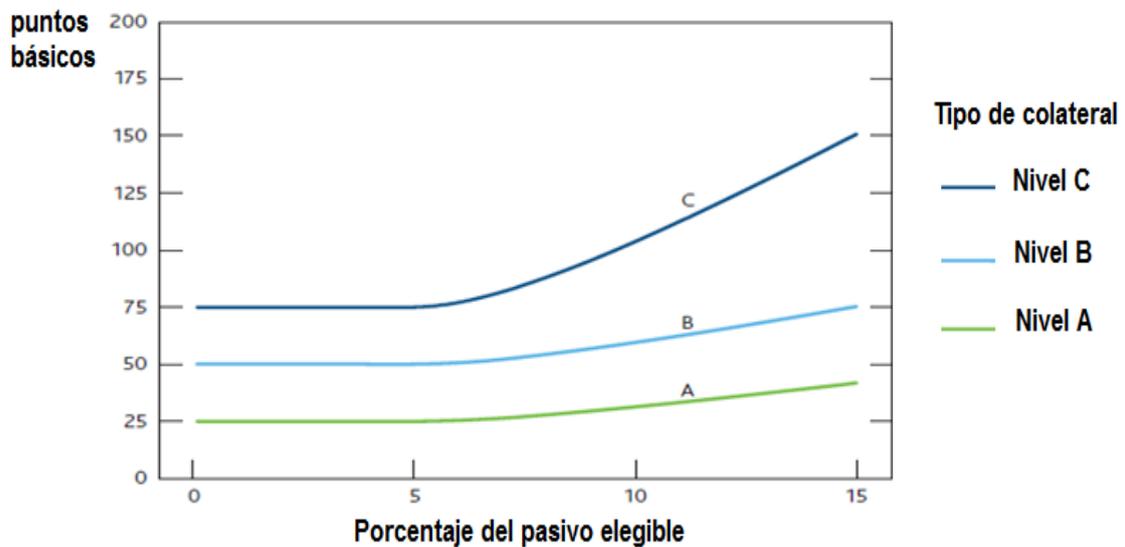
TASA ANUAL (en puntos básicos)	Tipo de colateral		
	Nivel A	Nivel B	Nivel C
Tamaño del préstamo (respecto al Pasivo Elegible del solicitante)			
0-5%	25	50	75
5-15%	El tipo marginal aumenta linealmente por cada incremento de 0.1%		
15%	75	125	300
>15%	A discreción del Banco de Inglaterra		

Fuente: *Elaboración propia a partir de datos del Banco de Inglaterra*

De estos valores podemos obtener el costo promedio de los préstamos, o sea, la tasa media aplicada según el tipo de colateral y el monto otorgado. (Gráfico 2.1)

Gráfico 2.1

Costo promedio de los préstamos



Fuente: *Elaboración propia a partir de (BoE, 2014)*

Para los préstamos en efectivo, la tasa a aplicar es la de referencia más el tipo de interés que corresponda según los criterios expuestos anteriormente.

2.2: Sistemas financieros poco desarrollados

2.2.1 Banco Central de la República de Bielorrusia

En la última década el Banco Central de la República de Bielorrusia (BCRB) ha modificado los instrumentos utilizados como ventanilla para proveer liquidez al sistema financiero y lograr el propósito de mantener un nivel positivo de tasas de interés en términos reales para la moneda doméstica, en este caso el rublo bielorruso (BYR). A inicios de los años 2000 el marco operacional estaba constituido en un sistema de tres pisos estructurados de la siguiente manera (BCRB, 2001):

PISO 1

- Crédito overnight
- Crédito redimido el mismo día (a una tasa menor)

PISO 2

- Crédito lombardo a tasa fija con vencimiento hasta 14 días
- Crédito lombardo a tasa fija con vencimiento hasta 30 días
- Descuento de bonos emitidos por el BCRB

PISO 3

- SWAP de divisas (FX SWAP)¹² con vencimiento hasta 30 días

Esta estructura cambió a partir del año 2003 cuando se estableció una nueva estructura de tasas de interés, aunque los instrumentos sufrieron poca modificación en su diseño, más bien lo que hubo fue un cambio en cuanto a los plazos de vencimiento (BCRB, 2004):

FACILIDADES PERMANENTES

- Crédito overnight
- FX SWAP overnight (a la misma tasa del crédito overnight)

¹²El BCRB cambia divisas por moneda doméstica a una tasa *spot* con el compromiso de realizar en fecha futura la operación inversa a una tasa pactada inicialmente, la cual implica la tasa de interés cobrada por el BCRB.

OPERACIONES BILATERALES

- Crédito lombardo a tasa fija con vencimiento hasta 14 días
- FX SWAP con vencimiento hasta 14 días

INSTRUMENTO ADICIONAL

- Crédito redimido el mismo día (a una tasa menor que el crédito overnight)

A partir del año 2008 se introdujo una nueva estructura de tasas de interés, y la tendencia ha sido reforzar un sistema de corredor para regular el mercado interbancario y estabilizar la tasa de corto plazo, con menor cantidad de instrumentos para proveer liquidez, con plazos no mayores de 7 días a una misma tasa que constituye el techo del corredor, de manera que se potencie la señalización de la política monetaria (BCRB, 2009).

Así, con la nueva estructura se eliminó el instrumento adicional y se redujo el plazo de las operaciones bilaterales a 7 días, siendo la tasa de interés igual a la de las facilidades permanentes.

La experiencia del BCRB muestra características similares a algunos países desarrollados en cuanto al diseño de la ventanilla de descuento. En los últimos años se ha producido una tendencia por parte del BCRB a simplificar los instrumentos empleados para regular el mercado interbancario, con un enfoque sobre la tasa de interés de corto plazo, razón por la cual se ha modificado la estructura de tasas de interés a favor de la constitución de un único techo para el mercado interbancario, y se han consolidado los instrumentos que integran la ventanilla.

2.2.2 Banco Central de Bolivia

El Banco Central de Bolivia (BCB), para la implementación de la política monetaria, adopta una estrategia de metas intermedias de cantidad, fijando límites a la expansión del Crédito Interno Neto (CIN) y niveles máximos de pérdida (o niveles mínimos de ganancia) de Reservas Internacionales Netas (RIN). Para esto utiliza como meta operativa la liquidez del sistema financiero,

definida como su exceso de reservas en el banco central, la cual es una variable de cantidad que puede ser razonablemente controlada en el corto plazo y cuyas modificaciones permiten adecuar la meta intermedia para alcanzar el objetivo final, encaminado a preservar el poder adquisitivo de la moneda, así como estimular el desarrollo económico y social (BCB, 2010). Para el manejo de la liquidez del sistema financiero el BCB utiliza distintos instrumentos de política monetaria, siendo el más destacado las OMA, no obstante también es de gran importancia la ventanilla de liquidez, constituyendo para el sistema bancario la principal fuente de financiamiento obtenido del BCB en moneda extranjera, debido a la poca disponibilidad de colaterales para realizar OMA.

La ventanilla del Banco Central de Bolivia se denomina Crédito con Garantía del Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos (Fondo RAL).

El Fondo RAL es un fondo de inversión constituido por un porcentaje fijo del encaje legal de los bancos comerciales. Las entidades financieras sujetas a requerimientos obligatorios de reservas deben encajar respectivamente un 12% y un 21.5% de los depósitos en moneda nacional y extranjera con plazos de hasta un año. Ese encaje se divide en: aporte para el Fondo RAL y mantenimiento de efectivo en el BCB. El Fondo RAL se constituye del 10% en moneda nacional y 8% en moneda extranjera del monto susceptible a encaje. Estos fondos se invierten en un portafolio de valores definidos, cuyo rendimiento se distribuye proporcionalmente entre los participantes del Fondo RAL, o sea, las entidades sujetas a encaje legal.

La creación del Fondo RAL ha permitido desarrollar un instrumento ágil de obtención de liquidez para el sistema financiero, mediante el otorgamiento de créditos garantizados por los activos que mantiene la entidad en el Fondo. Los objetivos de este instrumento son fundamentalmente dos:

- Proporcionar liquidez de corto plazo para atender requerimientos no previstos.
- Permitir al BCB conocer los requerimientos de liquidez de corto plazo de los bancos.

De acuerdo con las normas en vigencia, los agentes pueden hacer uso de este instrumento en dos tramos bajo las siguientes condiciones:

- El primer tramo, en el que la entidad puede solicitar un monto igual o menor al 40% de sus activos en el Fondo; es de acceso automático, con plazo de hasta 7 días y renovable. Generalmente es utilizado para la cobertura de posiciones netas deudoras resultantes de la cámara de compensación de cheques, pero puede ser utilizado por la entidad para cualquier otro fin a simple solicitud de la misma.
- El acceso al segundo tramo, en que la entidad puede obtener recursos adicionales equivalentes al 30% de sus activos en el Fondo, requiere de una solicitud justificada y el plazo del crédito no puede extenderse a más de 7 días continuos o 10 días discontinuos durante dos periodos seguidos de cómputo de encaje¹³.

Las tasas de interés cobradas por el BCB para los créditos con garantía del Fondo RAL se fijan semanalmente por el Comité de Mercado Abierto en directa relación con la tasa base de reporto del BCB, siendo actualmente las primeras mayores a las segundas. En este sentido, las tasas de interés en el primer tramo de los créditos con garantía del Fondo RAL son 150 puntos básicos más altas que la tasa base de reporto en cada moneda, y para el segundo tramo se establece una tasa adicional de 50 puntos básicos respecto al primer tramo (BCB, 2010).

Una diferencia fundamental de este instrumento con la ventanilla tradicional es que los créditos con garantía del Fondo RAL no implican emisión primaria, sino que mediante este instrumento el BCB presta a partir de un fondo generado por las propias reservas del sistema.

En este capítulo se ha explicado la utilización a nivel internacional de la ventanilla de descuento como único instrumento de política monetaria del banco central, como instrumento complementario y como instrumento no convencional.

¹³El periodo de cómputo de encaje es de 14 días

Las principales conclusiones que se pueden extraer de estas experiencias son:

- El uso combinado de la ventanilla de descuento con las OMA es más efectivo que cada uno por separado.
- La ventanilla de descuento como instrumento no convencional de política monetaria (Ver Anexo 1) ha sido útil en el enfrentamiento a la crisis, permitiéndoles a los bancos centrales intervenir directamente en los mercados cuando ya estaban agotados los mecanismos tradicionales de conducción de la política monetaria.
- El mecanismo de descuento ha sido útil para reforzar la política monetaria anti-cíclica.
- Los métodos administrativos han sido, por lo general, inefectivos para regular el uso apropiado de la ventanilla de descuento.
- El mal diseño de un instrumento mecánico como la tasa de descuento progresiva puede resultar en una distorsión del correcto funcionamiento del mercado.
- Las tasas preferenciales, aunque discriminatorias para con algunos bancos, pueden ser útiles para estimular el uso moderado y esporádico de la ventanilla.
- Ante la ineffectividad de los instrumentos tradicionales (trampa de liquidez) algunas variantes de ventanilla de descuento también han sido utilizadas satisfactoriamente para generar liquidez al sistema.

CAPÍTULO III: La ventanilla de descuento en Cuba

Después de haber repasado los principales aspectos de la ventanilla de descuento de acuerdo a la teoría macroeconómica convencional, y haber estudiado las experiencias de varios países en la utilización de este instrumento, en este capítulo se aborda la ventanilla de descuento en Cuba. En el epígrafe 3.1 se analiza el entorno monetario cubano y el esquema de política monetaria del BCC. En el epígrafe 3.2 se explica la forma en que está diseñada la ventanilla de descuento del BCC. Por último, en el epígrafe 3.3 se argumenta sobre la necesidad y principales limitaciones para el uso efectivo de la ventanilla de descuento, así como algunas sugerencias que podrían potenciar el papel de este instrumento en la conducción de la política monetaria del BCC.

3.1 La instrumentación de la política monetaria en Cuba

La política monetaria en Cuba se implementa en un entorno que no es el de la mayoría de los países del mundo, y que por tanto no encuentra referencia o analogía directa en la teoría macroeconómica convencional. En Cuba la economía se conduce mediante una planificación centralizada, que comprende un estricto control sobre el sistema financiero. La institución encargada de diseñar e implementar la política monetaria es el Comité de Política Monetaria del Banco Central de Cuba (BCC). No obstante, por las particularidades de nuestro país, la autoridad monetaria trasciende el banco central, siendo el Grupo Asesor para el Saneamiento de las Finanzas Internas (GASFI) la instancia donde directivos del BCC, MFP¹⁴, MEP¹⁵, MTSS¹⁶, MINCIN¹⁷ y otros se reúnen para coordinar políticas encaminadas a lograr el equilibrio monetario en la economía.

Existen varias condiciones que hacen singular el entorno monetario cubano, y que suponen un reto para la implementación de la política monetaria por parte del BCC. Una de ellas es la dualidad monetaria o doble circulación monetaria. Aunque se han utilizado al mismo tiempo en la economía cubana varias monedas -incluyendo el euro en el polo turístico de Varadero- se pueden

¹⁴ Ministerio de Finanzas y Precios

¹⁵ Ministerio de Economía y Planificación

¹⁶ Ministerio de Trabajo y Seguridad Social

¹⁷ Ministerio de Comercio Interior

enmarcar dos momentos de dualidad monetaria. Durante alrededor de diez años la dualidad monetaria estuvo definida por la circulación del peso cubano (CUP) y el dólar estadounidense (USD). Actualmente, luego de un proceso de desdolarización institucional, las dos monedas que ocupan la casi totalidad de las transacciones internas son el peso cubano (CUP) y el peso convertible (CUC), ambas emitidas por el Banco Central de Cuba (Vidal, 2007).

A esto se añade otro fenómeno excepcional que es la dualidad cambiaria. Para las personas naturales existe un mercado cambiario, que es CADECA, donde el tipo de cambio, expresado en términos de CUP/CUC, es 24 cuando CADECA compra CUC y 25 cuando vende. Por el contrario, para el sector estatal el tipo de cambio oficial es 1x1, aunque esto no significa que exista libre convertibilidad; para este segmento no existe un mercado cambiario, y la asignación de divisas se efectúa con carácter centralizado mediante el plan de la economía.

La dualidad monetaria y cambiaria vino a acentuar la segmentación de mercados por tipo de moneda y por tipo de agente económico.

De esta manera en la economía existe un mercado minorista estatal que opera en CUP y otro que opera en CUC. Además existe una segmentación entre el sector empresarial y el sector de la población, pues no acceden a los mismos mercados y además existen regulaciones que impiden el libre flujo monetario entre estos segmentos. De esta forma se pueden diseñar determinadas políticas para un sector sin que se afecte al otro de manera inmediata o directa. Por esta razón es que en los análisis monetarios en Cuba generalmente se habla del “sector de la población” y del “sector empresarial”. En consecuencia, se puede hablar también de una política monetaria segmentada.

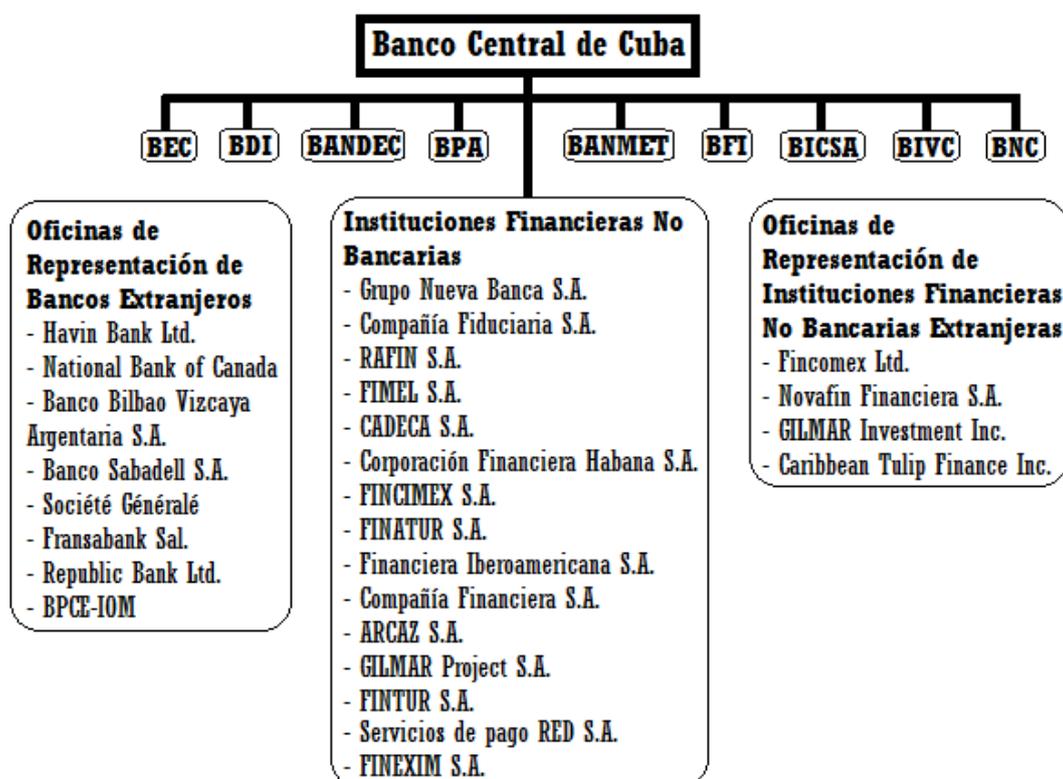
Dentro del propio sector empresarial también existe segmentación, en este caso entre las empresas que operan en CUP y las empresas que manejan CUC, debido precisamente a que el peso cubano, como se explicaba anteriormente, no tiene convertibilidad alguna en el sector empresarial.

Sistema financiero cubano

En Cuba existe un sistema financiero de dos pisos formado por un Banco Central, nueve bancos y 15 instituciones financieras no bancarias, además de varias oficinas de representación de bancos extranjeros e instituciones financieras no bancarias extranjeras (Figura 3.1).

Figura 3.1

Sistema financiero cubano¹⁸



Fuente: Elaboración propia a partir de (BCC, 2014)

El sistema financiero cubano se podría clasificar de acuerdo a su complejidad como un sistema simple, con pocos actores, pocos instrumentos y un bajo grado de desarrollo de los mercados financieros. En este sentido, se puede señalar la inexistencia de un mercado interbancario efectivo, aunque se cuenta actualmente con el marco legal para que éste funcione adecuadamente de

¹⁸ BEC: Banco Exterior de Cuba/ BDI: Banco de Inversiones S.A./ BANDEC: Banco de Crédito y Comercio/ BPA: Banco Popular de Ahorro/ BANMET: Banco Metropolitano S.A./ BFI: Banco Financiero Internacional S.A./ BICSA: Banco Internacional de Comercio S.A./ BIVC: Banco Industrial de Venezuela Cuba S.A./ BNC: Banco Nacional de Cuba

manera que pueda contribuir al mejor manejo de la liquidez en el sistema y a la asignación eficiente de recursos.

Tampoco existe en Cuba un mercado de deuda pública, por lo que el déficit fiscal se ha financiado con préstamos en CUP que realiza el BCC al presupuesto del Estado, a un tipo de interés anual de 1%; esta operación se conoce como monetización del déficit fiscal, y es uno de los factores que más han limitado la autonomía de la política monetaria, ya que constituye una fuente de emisión primaria no controlada por el BCC. Recientemente se han aprobado políticas encaminadas a lograr que una parte del financiamiento del déficit fiscal se realice a través de la compra de títulos de deuda pública por parte de los bancos comerciales, poniendo así límites a la monetización del déficit fiscal.

Esquema de política monetaria

Antes de 1990 en Cuba no existía la dualidad monetaria; el peso cubano era la única moneda que circulaba y no tenía convertibilidad, además estaba penalizada la tenencia de divisas. La inmensa mayoría de los productos tenía precios regulados, los cuales eran administrados por el Estado con independencia del equilibrio monetario. Así, un exceso de demanda no suponía una presión inflacionaria, sino que derivaba en una acumulación de liquidez; a este fenómeno se le conoce en la literatura como inflación reprimida o también como ahorro forzoso. Es por esta razón que en esas condiciones la cantidad de dinero en poder de la población constituía el objetivo final de la política monetaria.

A partir de la década de los años '90 comenzaron una serie de transformaciones en el modelo económico cubano que derivaron en un nuevo escenario para la política monetaria. Lo más relevante en este sentido es la convertibilidad del peso cubano para el segmento de la población, y el surgimiento de mercados minoristas, fundamentalmente el agropecuario y el artesanal-industrial, con precios desregulados.

En este nuevo contexto, los excesos de la oferta monetaria en pesos cubanos ya no se traducen en acumulación de liquidez, sino en mayor demanda en los mercados no regulados y en los que ofertan en CUC, fundamentalmente las

Tiendas Recaudadoras de Divisas (TRD). Estas presiones generalmente se traducen en inflación y en mayor compra de pesos convertibles en el mercado cambiario (CADECA). Por esta razón el Banco Central de Cuba ha reorientado el diseño e implementación de la política monetaria, transitando hacia un esquema cada vez más enfocado en el control de la inflación y la intervención sostenible en CADECA.

Instrumentos del BCC

Los instrumentos del BCC se pueden clasificar, de acuerdo a su naturaleza, en directos e indirectos. Como instrumentos indirectos, el BCC cuenta con la ventanilla de descuento¹⁹-que incluye el Servicio Permanente de Crédito y el de Prestamista de Última Instancia-, el encaje legal, ambos con un uso limitado en la implementación de la política monetaria, y el Servicio Permanente de Depósito.

El *encaje legal* es un instrumento que utiliza el BCC para obligar a los bancos comerciales a mantener un porcentaje fijo de los depósitos a la vista como reserva en una cuenta en el BCC; estos depósitos en el BCC no devengan intereses. El periodo de cómputo de encaje es mensual y se toman los saldos correspondientes al cierre del mes. Para el cumplimiento de la posición de encaje se tiene en cuenta los saldos promedios de los depósitos mantenidos en el BCC durante el mes y el monto de inversión en Deuda Pública en la cartera de los bancos comerciales (Resolución 32/2010 del BCC). Actualmente el coeficiente de encaje es 5% para los depósitos a la vista en pesos cubanos (CUP) y 5,5% para los depósitos a la vista en pesos convertibles (CUC).

El *Servicio Permanente de Depósito* es una facilidad mediante la cual los bancos comerciales depositan sus excedentes de liquidez en una cuenta en el BCC, la cual no devenga intereses, aunque en la práctica la mayor parte de los fondos líquidos los bancos los invierten en la compra de Deuda Pública en poder del BCC con un rendimiento anual de 1%. Este mecanismo poco convencional consiste en que el BCC vende Deuda Pública en su poder al banco comercial, y está dispuesto en todo momento a comprar esa misma

¹⁹La *ventanilla de descuento* se abordará con más precisión en los próximos epígrafes.

Deuda Pública en poder del banco comercial sin costo adicional para éste, ya que la Deuda Pública es comprada al mismo precio de venta.

Es importante resaltar que en este mecanismo la compra y venta se hace por voluntad del banco comercial, sin límites de monto, y sin que medie una autorización del BCC. Este mecanismo tiene implicaciones para el Balance del BCC, toda vez que al vender Deuda Pública en su poder, esta operación se registra como una disminución de la base monetaria, y al comprar Deuda Pública en poder de los bancos comerciales, esta operación se registra como un incremento de la base monetaria.

De esta forma se puede afirmar que este instrumento combina elementos tradicionales de las facilidades de depósito de los bancos centrales con elementos de las OMA como la compra-venta de instrumentos de deuda pública, que usualmente se realiza en el monto deseado y determinado por el banco central, mientras que en este caso se hace a discreción de los bancos comerciales, lo cual constituye una fuente no controlada de emisión primaria y variación de la base monetaria.

Debido a las características de la economía cubana, el BCC emplea algunos instrumentos que implican mayor grado de intervención y discrecionalidad, y que responden a aspectos particulares del entorno monetario en Cuba. Estos instrumentos directos son:

- *Coordinación institucional para el equilibrio monetario en la población*: Este instrumento no convencional se refiere a la coordinación de políticas a través del GASFI, para lograr el equilibrio monetario en el sector de la población. Estas políticas están relacionadas fundamentalmente con los ingresos de la población y la oferta minorista estatal de bienes y servicios.

La posibilidad de garantizar una relativa coherencia entre el crecimiento de los ingresos provenientes del Estado que recibe la población y el crecimiento de la oferta de bienes y servicios en la red minorista en el mediano plazo se convierte en el instrumento primario y de más potencia para garantizar el equilibrio monetario en el segmento de la población. La operatividad de este instrumento se distingue por dos cuestiones, la necesidad de una estrecha

relación de cooperación entre el conjunto de instituciones involucradas, y su nivel de anticipación si se tiene en cuenta las propias características del proceso de planificación (Pérez, 2011).

- *Control directo de las tasas de interés activas de los bancos comerciales:* el Comité de Política Monetaria del BCC define un rango (discreto) dentro del cual pueden los bancos comerciales determinar la tasa de interés a cobrar a un cliente por la concesión de un crédito. La tasa de interés resultante dependerá en buena medida de la calidad del proyecto sujeto de crédito y del propio prestatario.

- *Fijación de las tasas de interés para los depósitos bancarios de las personas naturales:* el Comité de Política Monetaria del BCC fija, para todos los bancos estatales, el nivel de tasas de interés para los depósitos en CUC, USD y CUP de las personas naturales (Tabla 3.1).

Tabla 3.1

Tasas de interés para los depósitos de las personas naturales

Moneda	A la vista	3meses	6meses	12meses	24meses	36meses	60meses	72meses
CUC	0.50	1.50	2.00	2.50	3.00	4.00	4.25	
USD	0.25	0.50	0.75	1.00	1.25	1.75	1.90	
CUP	0.50	2.00	2.50	4.00	5.00	6.00	6.50	7.00

Fuente: (BCC, 2014)

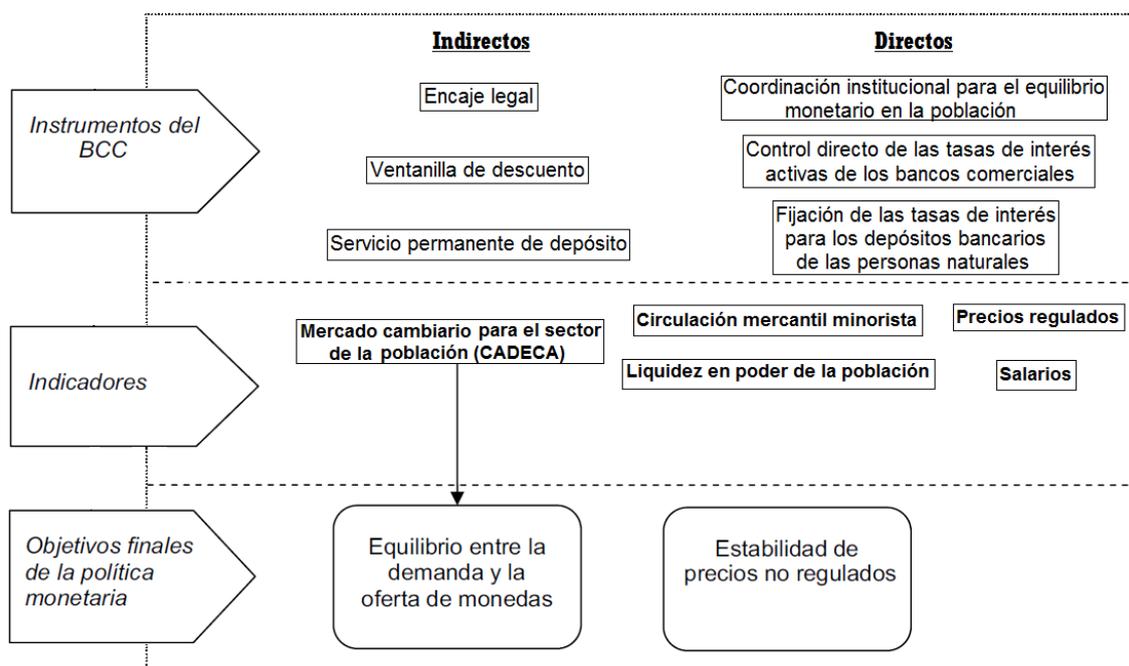
En los últimos años, no obstante, se ha ido tratando de incorporar cada vez más los elementos tradicionales de mercado en el manejo de la política monetaria. La institucionalización del mercado interbancario es un buen ejemplo de ello, aunque todavía es necesario perfilar su utilización efectiva. Se trata de una política de importancia estratégica, en tanto en el orden microeconómico brinda mayores facilidades a la banca comercial para la gestión de su liquidez, a la vez que en el orden macroeconómico incrementa la capacidad regulatoria del banco central y de desarrollo de instrumentos indirectos de política monetaria (Lage & Pérez, 2012).

Además el mercado interbancario revelaría automáticamente una tasa de interés de equilibrio que permitiría determinar con bases más objetivas el costo real del dinero en la operatoria de la economía interna. En este sentido, el mercado interbancario, si bien inmediatamente no tendrá efectos importantes, representa una puerta abierta para el desarrollo de herramientas tradicionales para el manejo y gestión del equilibrio monetario (Lage & Pérez, 2012). El reto de la política monetaria en Cuba, además de perfeccionar los mecanismos propios de nuestras condiciones, consiste en incorporar los instrumentos tradicionales y hacer más eficiente el uso de los mecanismos de mercado (Colectivo de autores, 2012).

A modo de síntesis, se presenta a continuación un esquema ilustrativo de los principales componentes de la política monetaria que implementa el BCC (Figura 3.2)

Figura 3.2

Esquema ilustrativo de la Política Monetaria en Cuba



Fuente: Elaboración propia a partir de (Vidal, 2007) y (Pérez, 2011)

3.2 El diseño de la ventanilla de descuento del BCC

El marco legal para el funcionamiento de la ventanilla de descuento en Cuba está contenido en la Resolución 33/2010 (Anexo 2) y la Resolución 91/2011 (Anexo 3) del BCC. Además, el sistema de tasas de interés a aplicar por parte del BCC a las instituciones que acudan a la ventanilla está regulado en la Circular 3/2012 de la Dirección General de Tesorería del BCC (Anexo 4).

Mediante la Resolución 33/2010 el BCC estableció el mecanismo a través del cual otorgaría financiamiento a instituciones que, siendo solventes en el largo plazo, estuvieran presentando iliquidez transitoria, entendiéndose ésta como la dificultad o imposibilidad de hacer frente a las obligaciones de corto plazo. Este instrumento viene a hacer valer la función de prestamista de última instancia del BCC, y la tasa que aplica en sus operaciones con las entidades de contrapartida se define como Tasa de Redescuento.

Los bancos que pretenden solicitar un financiamiento a través de este instrumento del BCC deben presentar las causas que originaron la iliquidez transitoria, así como una propuesta de plan de medidas dirigidas a solucionarla.

El plazo de estas operaciones no puede exceder los sesenta días hábiles, y los créditos concedidos deben estar debidamente garantizados con activos de fácil realización elegibles por el BCC. La única restricción que existe en cuanto al monto que puede otorgar el BCC es que dicho monto no puede exceder el capital pagado, reserva legal y otras reservas del banco prestatario.

En el 2011 se aprobó la Resolución No. 91 del BCC con el objetivo de establecer las bases generales para el funcionamiento del mercado interbancario, y reglamentar las operaciones a corto plazo con el propósito de suplir deficiencias inmediatas de liquidez, o colocar excedentes de liquidez, a cambio de la obtención de un rendimiento (BCC, 2011).

Así quedó establecido el Servicio Permanente de Crédito, cuya tasa se denomina Tasa Lombarda, y está llamada a constituir el límite superior para la tasa de interés de corto plazo del mercado interbancario. Este Servicio Permanente de Crédito está concebido para brindar financiamiento a muy corto

plazo, exactamente cinco días, a las instituciones financieras que presenten problemas inmediatos de liquidez, y se concede a través del sobregiro automático en las cuentas corrientes de los bancos comerciales en el Banco Central de Cuba.

El uso periódico del Servicio Permanente de Crédito por algún banco debe ser interpretado como una señal de problemas transitorios de liquidez, y demandará un análisis del Superintendente del Banco Central de Cuba (BCC, 2011).

Las tasas a aplicar en estas operaciones de provisión de liquidez están contenidas en la Circular 3/2012 de la Dirección General de Tesorería del BCC. En la misma se establece que la Tasa de Redescuento es 4%, mientras que la Tasa Lombarda es 3% (Tabla 3.2).

Tabla 3.2

Tasas de interés aplicables en operaciones del Banco Central de Cuba
(En términos porcentuales y anuales)

Tasas de interés	Pasivas	Activas
Tasa de Redescuento		4,00
Tasa Lombarda		3,00
Tasa Deuda Pública	1,00	

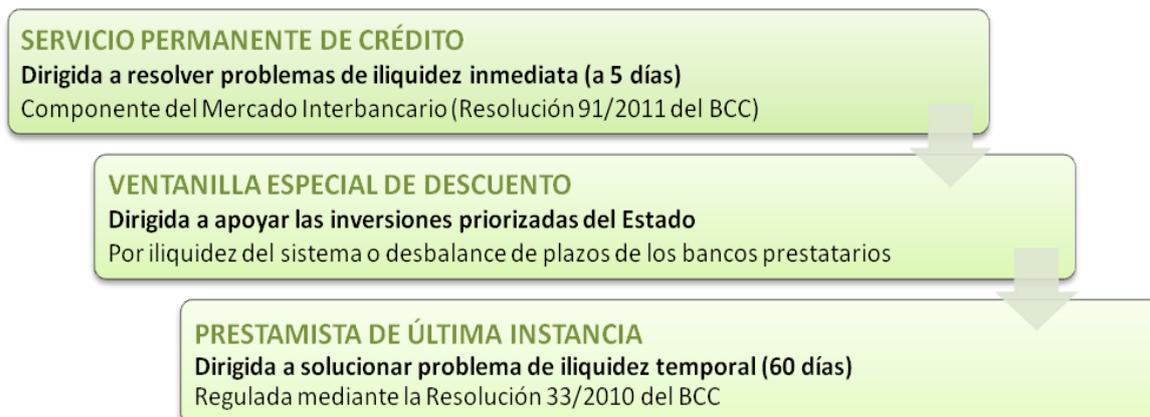
Fuente: (BCC, 2012)

Además existe en Cuba una ventanilla especial de descuento dirigida a apoyar las inversiones priorizadas del Estado, y que se utiliza por iliquidez del sistema o desbalance de plazos de los bancos prestatarios.

A modo de resumen se presenta la estructura escalonada de la ventanilla de descuento del BCC (Figura 3.3).

Figura 3.3

Ventanilla de descuento del BCC



Fuente: (Lage, Ventanilla de Descuento en Cuba)

3.3 Valoraciones sobre el diseño y uso de la ventanilla de descuento en Cuba

Por las características del modelo económico cubano, los instrumentos que más se han utilizado por parte del BCC en la implementación de la política monetaria han sido los instrumentos directos, mediante los cuales se establece un control administrativo sobre diferentes variables de relevancia en la economía. Así, el BCC determina directamente el valor o rango de las tasas de interés que cobran y pagan los bancos comerciales, y los niveles de créditos para la economía en su conjunto. El hecho de que estos instrumentos impliquen alta discrecionalidad y administración atenta contra la competitividad entre los bancos comerciales, limitando la eficiencia en la intermediación financiera y la asignación óptima de recursos. Ésta es una de las razones por las que se hace necesario un tránsito hacia instrumentos indirectos de política monetaria, dentro de los cuales la ventanilla de descuento puede constituir una herramienta útil a los propósitos de estabilización monetaria, en consonancia con el desarrollo del sistema bancario y las exigencias del proceso productivo.

Otra de las razones es el enfoque de la política monetaria. Aunque el BCC se ha enfocado en el segmento de la población para la conducción de la política monetaria, el proceso de actualización del modelo económico cubano va restando rigidez a la segmentación de mercados, en tanto van aumentando los

flujos monetarios entre el sector estatal y el sector privado al tiempo que se ha otorgado mayor autonomía al sector empresarial, lo cual hace necesario un enfoque integral para la implementación de la política monetaria. Bajo esta concepción, se requiere el diseño y uso apropiados de instrumentos de regulación que tengan efectos no sólo sobre el segmento de la población, sino sobre la economía en su conjunto, y en primera instancia sobre el sistema bancario.

Además, en un escenario de funcionamiento adecuado del mercado interbancario, la ventanilla de descuento se requiere que cumpla satisfactoriamente su papel como vehículo para hacer valer la función de prestamista de última instancia del BCC, y que constituya un límite superior efectivo para la tasa interbancaria de corto plazo, de manera que se evite la volatilidad excesiva ante una iliquidez temporal.

3.3.1 Factores que limitan la utilización efectiva de la ventanilla de descuento en Cuba

El objetivo de este sub-epígrafe es analizar las condiciones del entorno monetario cubano y del esquema de política del propio BCC que dificultan el correcto funcionamiento de la ventanilla de descuento, y le restan potencialidades para jugar un papel más importante en la conducción de la política monetaria.

El primer factor que atenta contra una mayor participación de la ventanilla de descuento del BCC con fines regulatorios es el exceso de liquidez existente en el sistema bancario cubano. Esta situación se explica fundamentalmente por dos razones: la primera es que los bancos comerciales han tenido pocas -o casi ninguna- opciones de inversión permanente a largo plazo. La actividad crediticia ha sido muy incipiente en el sector de la población, y explicada fundamentalmente por la alternativa vinculada con el consumo²⁰ (a tasas subsidiadas), mientras que en el sector empresarial se ha dedicado fundamentalmente a financiamientos de corto y mediano plazo (Lage & Pérez, 2012). La segunda razón está vinculada a la estructura de plazos de los

²⁰ La nueva política bancaria, orientada a estimular el crédito a personas naturales, aún tiene resultados limitados, concentrando la mayor parte de los financiamientos en los créditos para la construcción de viviendas.

pasivos: la política bancaria se enfocó en estimular el ahorro de la población mediante instrumentos de largo plazo y tasas relativamente altas (Lage & Pérez, 2012). El resultado de esta política ha sido una concentración de depósitos a largo plazo (59,2 % del ahorro de la población en CUP está en plazos de 360 días o más²¹). Lo anterior ha derivado en un exceso de liquidez en el sistema bancario, por lo que virtualmente no habría necesidad de suministrar más reservas, y por tanto la ventanilla de descuento no tendría demasiado sentido, ya que es un instrumento que sólo sirve para inyectar liquidez, pero no para absorber.

Las obras priorizadas del Estado, como por ejemplo la Zona Especial de Desarrollo Mariel, pueden contribuir a cambiar esta situación, ya que representan para los bancos oportunidades de inversión permanente a largo plazo.

El incipiente desarrollo del mecanismo de financiamiento del Gobierno, también podría revertir esta situación de exceso de liquidez, ya que los bancos comerciales podrían realizar inversiones permanentes a largo plazo mediante la compra de bonos públicos, ajustando por tanto sus niveles de liquidez.

El segundo factor que afecta la efectividad de la ventanilla de descuento es la existencia del mecanismo de compra-venta de Deuda Pública, puesto que es una opción de financiamiento que tienen los bancos sin costo adicional, o sea, que constituye *de facto* una ventanilla paralela, la cual anula el efecto penalizador de la ventanilla de descuento.

Además de estos elementos, existen otros factores de carácter institucional que limitan la utilización efectiva de la ventanilla de descuento. Hay que resaltar que en la actualidad la mayoría de los bancos centrales a nivel internacional conducen su política monetaria regulando la tasa de corto plazo del mercado interbancario, que a su vez tiene efecto sobre el resto de los tipos de interés en el sistema financiero, incluyendo las tasas activas y pasivas de los bancos comerciales en sus relaciones con el público no bancario. En Cuba este mecanismo de transmisión no existe, debido en primer lugar a que, como se

²¹Al cierre de enero de 2014

explicaba anteriormente, no hay un mercado interbancario funcionando; y en segundo lugar a que las tasas activas y pasivas de los bancos comerciales son determinadas por el Comité de Política Monetaria del BCC, por lo que las condiciones de liquidez del sistema bancario en su conjunto o de un banco en particular no tienen incidencia en las tasas de interés aplicadas al público no bancario.

De esta forma, hasta el momento, la ventanilla de descuento sólo tiene una utilidad como instrumento garante de la función de prestamista de última instancia del BCC, pero no como instrumento de regulación monetaria.

Con el desarrollo del mercado interbancario y el ajuste de los niveles de liquidez en el sistema, de manera que los bancos comerciales tengan como primer recurso para gestionar su tesorería al mercado interbancario, el BCC podría utilizar este espacio con fines de política monetaria. Así, la ventanilla de descuento jugaría un papel más activo como instrumento de política, ya que podría ser efectivamente empleada para regular la liquidez del sistema bancario, aunque su efecto traspaso a las tasas de interés activas y pasivas de los bancos comerciales sería limitado.

Un escenario donde exista alguna liberalización de las tasas activas y pasivas del sistema bancario cubano, le permitiría al BCC utilizar la conexión del mercado interbancario con las tasas activas y pasivas de los bancos comerciales, para conducir la política monetaria a través del mecanismo tradicional.

3.3.2 Sugerencias para perfeccionar el diseño y uso de la ventanilla de descuento en Cuba

Las sugerencias que se hacen a continuación tienen como objetivo fomentar la reflexión en torno a los principales aspectos de la ventanilla de descuento del BCC.

Como se explicó anteriormente, existen diversos factores que afectan el uso efectivo de la ventanilla de descuento como instrumento de política, de ahí que las primeras sugerencias estén dirigidas a modificar las condiciones que limitan la efectividad de la ventanilla de descuento con fines de regulación monetaria.

En primer lugar se sugiere, como punto de partida para un uso efectivo de la ventanilla, el ajuste de los niveles de liquidez de los bancos comerciales de acuerdo al criterio de colocación óptima de recursos, ya que, como se explicaba previamente, el exceso de liquidez es un factor que limita las potencialidades de la ventanilla como instrumento de política monetaria. Es preciso que los bancos cuenten con oportunidades de inversión permanente a largo plazo, y que el rendimiento de dichas inversiones sea superior al de las inversiones a plazos más cortos, de modo que se logre una estructura de tasas más racional y coherente. Una solución, que está directamente vinculada al BCC, para resolver esta limitante podría ser la emisión de letras de regulación monetaria del BCC que absorban los excedentes de liquidez en el sistema bancario; es importante aclarar que en este caso se perdería la efectividad de la medida si se brindara a los bancos comerciales la posibilidad de liquidar estos títulos sin costo adicional y en cualquier momento, como ha sido la práctica con el mecanismo de compra-venta de Deuda Pública.

Las OMA, también vinculadas directamente al BCC, podrían contribuir a eliminar los excedentes de liquidez en el sistema mediante operaciones de absorción a largo plazo.

El propio hecho de ajustar los niveles de liquidez de los bancos comerciales supone un fortalecimiento del mercado interbancario, toda vez que los bancos se encontrarían frecuentemente en posiciones tanto deficitarias como superavitarias con respecto al óptimo de liquidez, lo cual de forma espontánea los induciría a recurrir al mercado interbancario para suplir el déficit o rentabilizar el superávit de acuerdo a sus necesidades.

Para un escenario de ajuste de la liquidez y fortalecimiento del mercado interbancario, sería conveniente considerar algunos aspectos relacionados con el diseño y uso de la ventanilla de descuento. En sentido general, las medidas que eventualmente se tomen deberían ir encaminadas a:

- Lograr que la ventanilla de descuento del BCC sea un recurso de última instancia para los bancos comerciales, garantizando que exploten primero las

opciones de financiamiento en el mercado, con el objetivo de evitar la emisión primaria innecesaria.

- Garantizar que la ventanilla de descuento constituya un límite superior efectivo para la tasa de corto plazo del mercado interbancario, limitando así su volatilidad.

- Lograr la estabilidad de la tasa interbancaria, esto es, lograr que ésta se mantenga en niveles convergentes a la tasa objetivo de política. Para darle cumplimiento a este propósito sería importante alcanzar una adecuada articulación con las OMA, en caso de que se consume la implementación de las mismas como instrumento de política del BCC.

- Fomentar que los créditos concedidos a través de la ventanilla sean respaldados por suficiente colateral de la mejor calidad posible. En este sentido es necesario señalar que, debido al escaso desarrollo del sistema financiero en Cuba, la variedad de activos negociables es bastante limitada; de ahí que una sugerencia sería precisamente aumentar los tipos de activos negociables del sistema financiero, de manera tal que los bancos dispongan en su cartera de activos de una mayor diversidad de colaterales para respaldar los créditos que reciben a través de la ventanilla de descuento.

- Crear un adecuado sistema de estímulos al uso moderado de la ventanilla, así como un adecuado sistema de penalización al uso excesivo de esta facilidad.

- Brindar un tratamiento diferenciado a los bancos que están inmersos en la financiación de actividades priorizadas.

- Ofrecer un tratamiento diferenciado a los bancos que presentan flujos estacionales de depósitos y créditos.

Algunas de las medidas que podrían tomarse para realizar estos propósitos se describen a continuación:

Programas de crédito

Sería conveniente la creación de dos o más programas de crédito que se diseñen acorde a la situación financiera de las entidades de contrapartida de la ventanilla de descuento del BCC. El siguiente ejemplo persigue ilustrar las virtudes que puede tener un diseño como éste:

Programa de crédito estacional: El objetivo de este programa sería asistir a aquellos bancos que presentan flujos de depósitos o créditos que obedecen a un factor de carácter estacional. Éste podría ser el caso de BANDEC, que está vinculado al financiamiento de la agricultura, la cual tiene un fuerte componente estacional en dependencia de la temporada de cultivo y cosecha. También se podría extender la asistencia a bancos que financien actividades turísticas, las cuales dependen igualmente de la temporada –alta o baja- y siguen un comportamiento regular y predecible. La principal ventaja de este programa es que permitiría que las instituciones financieras que presentan flujos estacionales pudieran invertir a largo plazo los recursos que tienen ociosos durante una parte del año, y cuando aumente la demanda de liquidez, sea por retiro de depósitos o por solicitud de créditos, puedan contar con la asistencia del BCC. De ahí que la tasa de descuento a aplicar para los créditos otorgados bajo este programa debería ser menor a la tasa de descuento ordinaria, pero ligeramente superior a la tasa interbancaria, de modo que inste a los bancos a buscar fondos en el mercado; para mantener la tasa en este nivel lo más apropiado sería indexarla a la tasa interbancaria, manteniendo así un *spread* fijo.

Tasa diferenciada según colateral

El objetivo de esta medida estaría en consonancia con el propósito general planteado anteriormente de que los créditos otorgados a través de la ventanilla estén respaldados por colateral de la mejor calidad posible. Bajo esta concepción, el BCC fijaría una tasa de descuento para los créditos que no estén respaldados por colateral alguno, y tantas tasas de descuento como niveles de colateral elegible haya. Cada nivel comprende una serie de activos negociables que pueden ser utilizados por los bancos comerciales para

garantizar los créditos que reciben a través de la ventanilla de descuento. En la actualidad, debido a la escasa variedad de activos negociables, sólo sería apropiado establecer dos tipos de tasa de descuento de acuerdo a este criterio: una para los créditos no garantizados y otra para los créditos garantizados.

Tasas diferenciadas según recurrencia

El objetivo de esta medida sería premiar la no recurrencia a la ventanilla y sancionar la recurrencia excesiva, ya que se considera indeseable e inapropiada según los propósitos de la ventanilla de descuento. De esta forma podría establecerse una rebaja, por ejemplo de 25 puntos básicos (0.25%), en la tasa de descuento a los bancos que no acudan a la ventanilla en una cantidad determinada de días hábiles, por ejemplo 30. De igual modo podría establecerse una penalización, por ejemplo de 25 puntos básicos sobre la tasa de descuento ordinaria, para los bancos que acudan a la ventanilla dos veces consecutivas dentro de un lapso determinado, por ejemplo 15 días.

Tasa progresiva

En los capítulos anteriores se abordaron las principales ventajas y desventajas de la tasa de descuento progresiva. Para el caso cubano la utilidad sería el hecho de penalizar menos los préstamos moderados o pequeños, al tiempo que penalizaría más los créditos que se consideren excesivos. Con esta estructura se suavizaría el costo del financiamiento para los bancos, lo que contribuiría a estabilizar la tasa interbancaria.

Coordinación de la ventanilla de descuento con las OMA

En Cuba se están realizando estudios sobre la pertinencia de las OMA, debido a la relevancia que tienen éstas en la implementación de la política monetaria por parte de la mayoría de los bancos centrales a nivel internacional. La flexibilidad de su diseño ha convertido a las OMA en el principal instrumento de regulación monetaria. De llegar a implementarse en Cuba las OMA, sería preciso que estén definidos los elementos fundamentales que deben articularlas con la ventanilla, con el objetivo de lograr una política coherente.

La ventanilla debería tener un efecto señalizador de la política monetaria, en tanto las OMA deberían ser el instrumento de intervención por excelencia del BCC, con el propósito de regular la liquidez en el sistema financiero y estabilizar la tasa interbancaria. Así, la intervención del BCC a través de las OMA no debería ser interpretada como un cambio en la orientación de la política monetaria.

Si se quisiera iniciar, por ejemplo, una política restrictiva, sería preciso combinar un aumento de la tasa de descuento con una disminución de las operaciones de provisión de liquidez a través de las OMA. En caso de que sólo se disminuyera la provisión de liquidez a través de las OMA y no se aumentara apropiadamente la tasa de descuento, se produciría una recurrencia mayor a la ventanilla por parte de los bancos; mientras que si sólo se aumentara la tasa de descuento pero sin disminuir la provisión de liquidez a través de las OMA, se perdería el efecto restrictivo de la medida.

Redefinición de la estructura de tasas de la ventanilla según el plazo de las operaciones

La estructura de tasas debería estar encaminada a privilegiar las operaciones a corto plazo y sancionar las que implican inyección de liquidez a plazos más largos.

Bajo esta concepción podría establecerse una estructura con varios tipos de crédito de acuerdo al plazo, cada uno con una tasa diferenciada:

- *Crédito redimido el mismo día*: También conocido como crédito intradía. La tasa de descuento de este tipo de crédito debería ser la menor de la estructura, ya que se trata de una emisión que se absorbe o esteriliza el mismo día. Actualmente el nivel de tesorería y operaciones que tienen los bancos no justifica este tipo de crédito, por lo que sería una opción para considerar a largo plazo.

- *Crédito overnight*: Estas operaciones asumen la forma de una transacción *repo* a un día. La tasa para este tipo de crédito debería ser ligeramente superior a la del crédito intradía.

- Crédito a plazo de hasta 7 días

- Crédito a plazo de hasta 30 días

- Crédito a plazo de hasta 60 días

Cada uno con distinta tasa en orden ascendente

En el caso de los tres primeros podría ser de forma automática, materializándose a través del sobregiro en las cuentas que mantienen los bancos comerciales en el BCC. En el caso de los créditos a plazos mayores – hasta 60 días- requeriría una autorización del BCC e implicaría una supervisión de la Superintendencia del BCC.

Swap de monedas

Debido a la existencia de fuertes controles cambiarios en la economía, es poco factible aplicar esta medida actualmente, pero en un escenario futuro podría ser de utilidad. Mediante este instrumento el BCC estaría en disposición de vender pesos cubanos aceptando otra moneda -que no necesariamente tiene que ser extranjera, podría ser el CUC- a un tipo de cambio *spot*, con el compromiso de realizar en un plazo acordado la operación inversa, a un tipo de cambio que se determina en el momento inicial. El plazo acordado podría obedecer a la misma estructura previamente sugerida. La diferencia entre el tipo de cambio *spot* y el tipo de cambio para la operación inversa implica la tasa de interés que cobra el BCC por el crédito concedido en pesos cubanos.

Préstamo de valores

Esta medida sería para considerarla a largo plazo debido a que actualmente no existen las condiciones para que sea efectiva su aplicación. El objetivo sería que a través de la ventanilla el BCC prestara bonos del Estado en vez de efectivo, evitando así una emisión primaria. Para que esta medida sea efectiva, en primer lugar es necesario que haya compradores potenciales de los bonos del Estado en poder de los bancos comerciales, de forma que éstos al recibir el préstamo en valores puedan convertirlo a efectivo vendiéndolos. Esto supone el desarrollo de un mercado de deuda pública donde se negocien estos bonos del Estado.

Los elementos abordados en este capítulo podrían resumirse de esta forma:

- El sistema financiero cubano es simple, en tanto hay pocas instituciones financieras, pocos tipos de activos negociables y bajo grado de desarrollo de los mercados financieros; mientras que el entorno para la implementación de la política monetaria es complejo, en tanto existe dualidad monetaria y cambiaria, y segmentación de mercados por tipo de moneda y por tipo de agente económico.
- Es necesario lograr una utilización efectiva de la ventanilla de descuento, no sólo para las condiciones actuales sino para escenarios futuros.
- El exceso de liquidez en el sistema bancario cubano y el mecanismo de compra-venta de Deuda Pública perjudican la utilización efectiva de la ventanilla de descuento con fines regulatorios.
- La solución al excedente de liquidez está vinculada a que los bancos comerciales cuenten con oportunidades de inversión permanente a largo plazo.
- La inactividad del mercado interbancario constituye una limitación para que la ventanilla de descuento desempeñe un papel más activo como instrumento de política monetaria del BCC.
- Los controles sobre las tasas de interés de los bancos comerciales interrumpen el mecanismo de transmisión tradicional a través de la tasa de interés.
- Sería conveniente realizarle algunas modificaciones al diseño actual de la ventanilla de descuento, con vistas a lograr en un escenario futuro una mejor utilización de este instrumento del BCC.

CONCLUSIONES

1. Existe consenso en que el banco central debe actuar como prestamista de última instancia, concediendo irrestrictamente créditos garantizados, sólo a bancos solventes y a una tasa penalizada.
2. En lo relativo a la función de la ventanilla de descuento como límite superior del mercado interbancario (MIB), se considera que la ventaja fundamental atribuida a un corredor estrecho es el efecto estabilizador sobre la tasa a corto plazo, mientras que la principal desventaja es que al reducirse el *spread* los bancos tienen menos incentivo a buscar financiamiento en el MIB, lo que puede provocar un uso indebido de la ventanilla de descuento.
3. El uso combinado de la ventanilla de descuento con las OMA es más efectivo que cada uno por separado.
4. La ventanilla de descuento como instrumento no convencional ha sido útil para reforzar la política monetaria anti-cíclica, permitiéndoles a los bancos centrales intervenir directamente en los mercados cuando ya estaban agotados los mecanismos tradicionales de transmisión.
5. La principal ventaja de la tasa de descuento progresiva es que suaviza el costo del financiamiento, a la vez que reduce la volatilidad en el mercado interbancario ante un exceso de demanda que afecte el equilibrio. No obstante, el mal diseño de un instrumento mecánico como éste puede resultar en una distorsión del correcto funcionamiento del mercado.
6. Los métodos administrativos han sido, por lo general, inefectivos para regular el uso apropiado de la ventanilla de descuento.
7. El sistema financiero cubano es simple, en tanto hay pocas instituciones financieras, pocos tipos de activos negociables y bajo grado de desarrollo de los mercados financieros; mientras que el entorno para la implementación de la política monetaria es complejo, en tanto existe dualidad monetaria y cambiaria, y segmentación de mercados por tipo de moneda y por tipo de agente económico.

8. El exceso de liquidez en el sistema bancario cubano, el mecanismo de compra-venta de Deuda Pública y la inactividad del mercado interbancario perjudican la utilización efectiva de la ventanilla de descuento con fines regulatorios.

9. Los controles sobre las tasas de interés de los bancos comerciales cubanos interrumpen el mecanismo de transmisión tradicional a través de la tasa de interés, ya que impiden el traspaso de las condiciones en el mercado interbancario hacia las tasas activas y pasivas que utilizan los bancos en sus operaciones con el público no bancario, las cuales son determinantes de importantes variables macroeconómicas.

10. Se debería crear un sistema de tasas de descuento diferenciadas según plazos de vencimiento, colateral ofrecido, recurrencia a la ventanilla y tamaño del préstamo, con el propósito de incentivar que los bancos usen esta facilidad sólo como último recurso y para resolver problemas transitorios de liquidez.

11. Es preciso establecer las bases para lograr la articulación adecuada de la ventanilla de descuento con las eventuales OMA del BCC, con el fin de aprovechar al máximo las potencialidades de cada instrumento y aportarle mayor coherencia a la conducción de la política monetaria en Cuba.

RECOMENDACIONES

- Continuar profundizando el estudio de los instrumentos indirectos de política monetaria, sobre todo la ventanilla de descuento y las OMA.
- Ajustar los niveles de liquidez del sistema bancario cubano, como premisa para una utilización efectiva de la ventanilla de descuento.
- Potenciar el mercado interbancario cubano como la primera instancia de los bancos para gestionar su liquidez, y como espacio de intervención del BCC con fines de regulación monetaria.
- Acelerar la implementación de las OMA como instrumento de intervención por excelencia del BCC, con el propósito de regular la liquidez en el sistema financiero y estabilizar la tasa interbancaria.
- Brindar los resultados de esta tesis como bibliografía complementaria para las asignaturas de macroeconomía impartidas por la Facultad de Economía de la Universidad de la Habana.
- Considerar los resultados de esta investigación para perfeccionar la utilización de la ventanilla de descuento en Cuba.

BIBLIOGRAFÍA

Anderson, C. J. (1966). *Evolution of the role and the functioning of the discount mechanism*. The Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: A Description of the Money Market*. H.S. King.

BCB. (2010). *Moneda y Mercado. Revista del Banco Central de Bolivia*. La Paz.

BCC. (2011). *Resolución 91/2011 del BCC. Mercado Interbancario*. La Habana: Gaceta Oficial de la República.

BCC. (2012). *Circular 3/2012 de la DG de Tesorería del BCC. Tasas de interés para las operaciones del BCC*. La Habana.

BCC. (2014). *Sitio Oficial del BCC*. Obtenido en <http://www.bc.gob.cu>

BCE. (2008). *La aplicación de la política monetaria en la zona del euro*. Disponible en <http://www.ecb.europa.eu>

BCRB. (2001). *Annual Report 2000*. Disponible en <http://www.nbrb.by/engl/publications/report/2000.pdf>

BCRB. (2004). *Annual Report 2003*. Disponible en <http://www.nbrb.by/engl/publications/report/2003.pdf>

BCRB. (2009). *Annual Report 2008*. Disponible en <http://www.nbrb.by/engl/publications/report/2008.pdf>

Bernstein, A., Hughson, E., & Weidenmier, M. D. (2008). *Can a LLR stabilize financial markets?* National Bureau of Economic Research.

BoE. (2014). *The Red Book*. Disponible en www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/sterlingoperations/redbook.aspx

Bordo, M. D. (1990). *The Lender of Last Resort: Alternative Views and Historical Experience*. Economic Review, Federal Reserve Bank of Richmond.

Borio, C., & Disyatat, P. (2009). *Unconventional monetary policies: An appraisal*. Bank for International Settlements.

Chapman, J. (2008). *Rediscounting under aggregate risk with moral hazard*. Obtenido en <http://www.bundesbank.de>

Colectivo de autores. (2012). *ABC de la Banca Central*. La Habana: Revista del BCC.

Ellen, S., & Whitehouse, M. (1989). *The Establishment and Evolution of the Federal Reserve Board*. Federal Reserve Bulletin.

- Fed. (1915). *First Annual Report*. Washington Government Printing Office.
- Fed. (1916). *Second Annual Report*. Washington Government Printing Office.
- Fed. (2010). *The Federal Reserve Discount Window Book*. Obtenido en The Federal Reserve Discount Window & Payment System Risk Website.
- Goodhart, C. (1985). *The Evolution of Central Banks*. London School of Economics and Political Science.
- Hidalgo, V., Hernández, E., & Pérez, C. (2003). *Aproximación al estudio de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en Cuba*. Revista Economía y Desarrollo.
- Humphrey, T. (1989). *Lender of Last Resort: The Concept in History*. Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review.
- Klee, E. (2011). *The first line of defense*. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Lage, C., & Pérez, C. (2012). *Por qué un mercado interbancario en Cuba*. La Habana: Revista del BCC.
- Lage, C. (n.d.). *Ventanilla de Descuento en Cuba*.
- Meltzer, A. (1986). *Financial Failures and Financial Policies*. Ballinger Publishing Company.
- Mishkin, F. S. (2008). *Moneda, Banca y Mercados Financieros*. México: Pearson Educación.
- Pérez, C. (2011). *Esquema de política monetaria para el segmento de la población de la economía cubana*. Tesis de Doctorado, Facultad de Economía de la Universidad de La Habana.
- Schwartz, A. (1986). *Real and Pseudo--Financial Crises*. London: MacMillan.
- Selgin, G. A. (1988). *The Theory of Free Banking: Money Supply Under Competitive Note Issue*. Rowman and Littlefield.
- Solow, R. (1982). *On the Lender of Last Resort*. Cambridge University Press.
- Vidal, P. (2007). *Nuevo Esquema de la Política Monetaria en Cuba: análisis macroeconómico y estimación con un modelo VAR*. Tesis de Doctorado, Universidad de La Habana: Editorial Universitaria.
- Wallace, R. F. (1956). *The use of the progressive discount rate by the Federal Reserve System*. Journal of Political Economy.

Warburg, P. M. (1910). *The discount system in Europe*. Washington Government Printing Office.

Woodford, M. (2001). *Monetary Policy in the Information Economy*. Department of Economics, Princeton University.

ANEXOS

Anexo 1: La ventanilla de descuento como instrumento no convencional de política monetaria durante la crisis que estalló en 2008

Banco Central	Instrumento	↓ Td ¹	↑ Plazos ²	↑ Contrapartes ³	Préstamo de valores	↑ Tipo de activo aceptado en las operaciones de descuento	Adjudicación plena a tasa fija ⁴
Fed	DW	X	X			X	
	PDCF			X		X	
	TAF		X			X	
	TSLF		X		X	X	
	CPFF			X		X	
	AMLF			X		X	
	MMIFF			X		X	
	TALF		X	X		X	
BCE	LTRO	X	X			X	X
	MRO	X				X	X
	MLF	X		X		X	
	SMP			X		X	
	CBPP			X		X	
BoE	OSLF	X		X		X	
	SLS		X	X	X	X	
	DWF		X	X	X	X	
	APF			X		X	

Fuente: Elaboración propia a partir de (Borio & Disyatat, 2009) y (Hofmann, 2012)

DW: Discount Window / PDCF: Primary Dealer Credit Facility / TAF: Term Auction Facility / TSLF: Term Securities Lending Facility / CPFF: Commercial Paper Funding Facility / AMLF: Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility / MMIFF: Money Market Investor Funding Facility / TALF: Term Asset-Backed Securities Loan Facility / LTRO: Longer-Term Refinancing Operations / MRO: Main Refinancing Operations / MLF: Marginal Lending Facility / SMP: Securities Market Program / CBPP: Covered Bonds Purchase Program / OSLF: Operational Standing Lending Facility / SLS: Special Liquidity Scheme / DWF: Discount Window Facility / APF: Asset Purchase Facility

¹ Disminución de la tasa de descuento

² Aumento de los plazos para las operaciones de financiación

³ Ampliación de las entidades de contrapartida para las operaciones del banco central

⁴ El banco central adjudica, a una tasa fija, el total de las cantidades de efectivo demandadas por los bancos comerciales

Anexo 2: Resolución 33/2010 del BCC

POR CUANTO: El Banco Central de Cuba puede conceder redescuentos y anticipos por razones de iliquidez transitoria, según lo establecido en el Artículo 16, inciso c), del Decreto Ley No. 172 "Del Banco Central de Cuba" de 28 de mayo de 1997, de esta forma, como prestamista de última instancia cubre las necesidades de liquidez, financiando en el corto plazo a instituciones que siendo solventes en el largo plazo pueden tener problemas coyunturales para cubrir sus obligaciones.

POR CUANTO: Resulta necesario establecer los procedimientos para las referidas operaciones de redescuentos y anticipos realizadas por el Banco Central de Cuba.

POR CUANTO: En el Artículo 36, incisos b) y c), del citado Decreto Ley No. 172 de 1997, se establece que el Presidente del Banco Central de Cuba, en el ejercicio de sus funciones ejecutivas, puede dictar disposiciones de cumplimiento obligatorio por las instituciones financieras y por el Banco Central de Cuba.

POR CUANTO: El que resuelve fue designado Ministro de Gobierno y Presidente del Banco Central de Cuba por Acuerdo del Consejo de Estado de 4 de junio de 2009.

POR TANTO: En el ejercicio de las facultades que me están conferidas,

RESUELVO:

PRIMERO: El Banco Central de Cuba puede conceder redescuentos y anticipos por razones de iliquidez transitoria a solicitud de los bancos del Sistema Bancario Nacional.

Se considera iliquidez transitoria cuando un banco siendo solvente en el largo plazo puede tener problemas coyunturales de liquidez para cubrir sus obligaciones, que no puede resolverlos con otras fuentes de financiamiento.

SEGUNDO: La solicitud presentada por el banco contendrá los siguientes aspectos:

- a) Acuerdo del Consejo de Dirección del banco solicitante mediante el cual se aprobó solicitar al Banco Central de Cuba el apoyo transitorio de liquidez.
- b) Causas que provocaron la situación de iliquidez transitoria.
- c) Propuesta de plan de medidas dirigidas a solucionar la iliquidez transitoria.
- d) Plazo que se requiere de financiamiento.

TERCERO: La solicitud será presentada al Comité de Política Monetaria, el que tomará el acuerdo que corresponda y lo someterá a la consideración del Consejo de Dirección del Banco Central de Cuba.

De ser aprobada la solicitud, la Dirección General de Tesorería del Banco Central de Cuba quedará encargada de tomar las acciones necesarias para garantizar el cumplimiento del acuerdo que se adopte.

CUARTO: Los apoyos transitorios de liquidez se concederán teniendo en cuenta las siguientes condiciones:

- a) Su plazo no puede exceder de los sesenta (60) días hábiles.
- b) Aplicar una tasa de interés o de descuento que determine el Comité de Política Monetaria.
- c) Deben estar plenamente respaldados con títulos o valores de fácil realización elegibles por el Banco Central de Cuba o garantías debidamente colateralizadas.
- d) El total de los créditos concedidos no puede superar el monto del capital pagado, reserva legal y otras reservas del banco prestatario.

QUINTO: Los bancos receptores de redescuentos y anticipos por razones de iliquidez transitoria quedan sujetos a una continua y especial fiscalización por parte de la Oficina de Supervisión Bancaria del Banco Central de Cuba.

SEXTO: En caso de ser necesaria la renegociación de los créditos concedidos, el Comité de Política Monetaria revisará la solicitud, previa presentación de un informe de la Oficina de Supervisión Bancaria.

SÉPTIMO: Ante el incumplimiento de los términos de amortización puede aplicarse cualquiera de los procedimientos previstos en el Artículo 60 del Decreto Ley No. 173 "Sobre los bancos e instituciones financieras no bancarias" de 28 de mayo de 1997.

OCTAVO: El Vicepresidente Primero del Banco Central de Cuba podrá dictar las instrucciones complementarias a la presente Resolución.

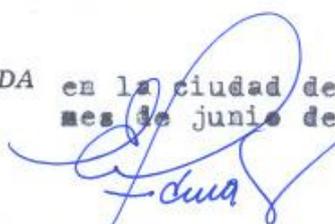
PUBLÍQUESE en la Gaceta Oficial de la República de Cuba.

DESE CUENTA al Secretario del Consejo de Ministros.

COMUNÍQUESE al Vicepresidente Primero, a los Vicepresidentes, al Superintendente, al Auditor y a los Directores, todos del Banco Central de Cuba; a los Presidentes de los bancos, y a cuantas personas naturales o jurídicas deban conocer esta Resolución.

ARCHÍVESE el original en la Secretaría del BCC.

DADA en la ciudad de La Habana, a los diecisiete días del mes de junio de 2010


Ernesto Medina Villaveirán
Ministro Presidente
Banco Central de Cuba



Anexo 3: Resolución 91/2011 del BCC

POR CUANTO: En el artículo 3 del Decreto-Ley No. 172 “Del Banco Central de Cuba”, de 28 de mayo de 1997, se establece que esta Institución tiene por objeto, entre otras, velar por el poder adquisitivo de la moneda nacional, contribuir al equilibrio económico y al desarrollo ordenado de la economía, y dirigir la política monetaria y crediticia del país.

POR CUANTO: El desarrollo alcanzado por el Sistema Bancario Cubano hace necesario que se organice y fomente un mercado interbancario eficiente, que promueva la adecuada liquidez del Sistema, y permita entre otros propósitos, estructurar un sistema de tasas de interés, así como potenciar el uso de instrumentos de política monetaria.

POR TANTO: En el ejercicio de las facultades conferidas en el artículo 36 del Decreto-Ley No. 172 “Del Banco Central de Cuba”, de 28 de mayo de 1997,

R e s u e l v o:

PRIMERO: Principales aspectos regulados.-La presente Resolución tiene como objetivo establecer las bases generales para el funcionamiento del mercado interbancario, y reglamentar las operaciones a corto plazo con el propósito de suplir deficiencias inmediatas de liquidez, procurar fondos inactivos, o colocar excedentes de liquidez, a cambio de la obtención de un rendimiento.

SEGUNDO: Características del mercado interbancario.-El mercado interbancario será la primera instancia a la que los bancos acuden en busca de liquidez cuando presentan deficiencias inmediatas, previo a la liquidación de activos y a la utilización del servicio permanente de crédito del Banco Central de Cuba.

TERCERO: Sujetos que participan en el mercado interbancario.- Los bancos participan en el mercado interbancario directamente como prestatarios o prestamistas, o como colocadores o tomadores de fondos que se encuentren temporalmente libres.

El Banco Central de Cuba monitorea, organiza y regula este mercado interbancario, y podrá realizar operaciones financieras activas o pasivas.

CUARTO: Funcionamiento del mercado interbancario.- Las operaciones del mercado interbancario se ejecutarán a través de relaciones bancarias bilaterales mediante cuentas recíprocas, o a través del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (SLBTR), para lo cual se utilizarán las cuentas que los bancos mantienen en el Banco Central de Cuba.

QUINTO: Acuerdos entre los bancos.-Los bancos para realizar las operaciones en el mercado interbancario firmarán los acuerdos correspondientes, en los que pactarán la tasa de interés interbancaria.

SEXTO: Intervención del Banco Central de Cuba en el mercado interbancario.-El Banco Central de Cuba regulará de forma indirecta la tasa de interés en el mercado interbancario, por medio del servicio permanente de crédito y depósito, del encaje legal, de la realización de descuentos y anticipos, y por la realización de operaciones de mercado abierto por medio de la venta o compra de títulos.

SÉPTIMO: Servicio permanente de crédito y tasas de interés.-El servicio permanente de crédito del Banco Central de Cuba se concede a través del sobregiro automático en las cuentas corrientes de los

bancos en el Banco Central de Cuba. Estos sobregiros deberán ser cancelados en el plazo que el Banco Central establezca, contado a partir de su constitución.

Para el uso del servicio permanente de crédito y de depósitos se aplicarán las tasas de interés que establezca el Banco Central de Cuba.

La Dirección General de Tesorería comunicará a los bancos las modificaciones que se realicen a dichas tasas.

OCTAVO: Autorización de débito automático.-Los bancos autorizarán al Banco Central de Cuba, de modo irrevocable a debitar automáticamente de las cuentas que mantienen en dicha institución, el importe de cualquier obligación vencida con el Banco Central de Cuba.

NOVENO: Señales de problemas transitorios de liquidez.- El uso periódico del servicio permanente de crédito por algún banco debe ser interpretado como una señal de problemas transitorios de liquidez, y demandará un análisis del Superintendente del Banco Central de Cuba, cuyo dictamen será discutido en el Comité de Supervisión Bancaria, y si se considera necesario en el Comité de Política Monetaria.

DÉCIMO: Facultades del Superintendente.-El Superintendente podrá recomendar la suspensión de los servicios permanentes de crédito del Banco Central de Cuba a un banco que presente una mala gestión de la liquidez.

UNDÉCIMO: Servicio permanente de depósito.-El servicio permanente de depósito en el Banco Central de Cuba se materializará a partir de la constitución de depósitos que determine el Banco Central de Cuba, o mediante la compra de deuda pública en poder del Banco Central de Cuba por los bancos, inversión que se realizará de acuerdo a los procedimientos establecidos al efecto.

DUODÉCIMO: Requerimientos de información.-Los bancos remitirán al Banco Central de Cuba, a través del Sistema Informativo Bancario (SIB), el reporte de las operaciones interbancarias realizadas, indicándose el detalle de las operaciones por monto, plazo, tasa de interés e identificación de las partes.

DECIMOTERCERO: Otras facultades del Superintendente.- El Superintendente del Banco Central de Cuba emitirá las regulaciones prudenciales necesarias para el control y seguimiento de las operaciones de financiamiento interbancarias.

DECIMOCUARTO: Facultades del Vicepresidente a cargo de la unidad organizativa Dirección General de Tesorería.-El Vicepresidente del Banco Central de Cuba a cargo de la unidad organizativa Dirección General de Tesorería emitirá las instrucciones que sean necesarias para la aplicación de la presente Resolución.

PUBLÍQUESE en la Gaceta Oficial de la República de Cuba.

ARCHÍVESE el original en la Secretaría del Banco Central de Cuba.

DADA en La Habana, a los catorce días del mes de noviembre de dos mil once.

(FIRMADO EL ORIGINAL)

Ernesto Medina Villaveirán

Ministro-Presidente

Banco Central de Cuba

Anexo 4: Circular 3/2012 de la Dirección General de Tesorería del BCC

A: Presidentes de los Bancos (Lista de Destinatarios)

De: Director General de Tesorería del Banco Central de Cuba

REF.: Tasas de interés aplicables en operaciones del Banco Central de Cuba

Estimados compañeros:

El Banco Central de Cuba, teniendo en cuenta que:

- Como prestamista de última instancia, persigue que todos los bancos satisfagan sus necesidades inmediatas y transitorias de liquidez a través del mercado interbancario u otras fuentes de financiamiento, y sólo acudan al Banco Central de Cuba luego de haber agotado todas las posibilidades. Con ello se asegura la gestión de liquidez dentro del Sistema Bancario sin necesidad de acudir a la emisión primaria.
- La tasa de interés que se aplique al actuar como prestamista de última instancia debe ser mayor que la tasa de interés superior del mercado interbancario. A su vez, esas tasas deben estar en correspondencia con el sistema de tasas para depósitos y créditos al público no bancario.

En virtud del Apartado Cuarto, inciso b) de la Resolución No. 33 de 17 de junio de 2010 y del Apartado Séptimo de la Resolución No. 91 de 14 de noviembre de 2011, ambas del Ministro Presidente del Banco Central de Cuba, y del Acuerdo No. 18/12 del Comité de Política Monetaria, ha decidido establecer las siguientes tasas de interés:

1. Tasa de interés de Redescuento: tasa a aplicar por el Banco Central de Cuba en los financiamientos a los bancos, como prestamista de última instancia por cuestiones de iliquidez transitoria. (Resolución No. 33/2010)
2. Tasa de interés Lombarda: tasa que aplica el Banco Central de Cuba a los bancos por el uso del servicio permanente de crédito (sobregiro automático en cuentas

corrientes en el Banco Central de Cuba). Es el límite superior del Mercado Interbancario. (Resolución No. 91/2011)

3. Tasa de interés de Deuda Pública: tasa que aplica el Banco Central de Cuba a los bancos por el uso del servicio permanente de depósitos, que en el caso actual se refiere a la compra de Deuda Pública en poder del Banco Central de Cuba. Es el límite inferior del Mercado Interbancario. (Resolución No. 91/2011)

Tabla - Tasas de interés aplicables en operaciones del Banco Central de Cuba

Tasas de interés	Pasivas	Activas
Tasa de Redescuento		4,00
Tasa Lombarda		3,00
Tasa Deuda Pública	1,00	

Estas tasas de interés están expresadas en términos porcentuales y anuales.

Las tasas de interés serán aplicadas a partir de 19 de marzo de 2012.

Dada en La Habana a los 14 días del mes de marzo de 2012.

(FIRMADO EL ORIGINAL)

Juan Luis Gamboa Santana

Director General de Tesorería