



UNIVERSIDAD DE LA HABANA

FACULTAD DE ECONOMÍA

**EXPERIENCIAS INTERNACIONALES  
EN LA FORMACIÓN DE  
SISTEMAS DE TASAS DE INTERÉS.  
LECCIONES PARA CUBA.**

**Trabajo de Diploma**

**Autor: Javier Corte Fiallo**

**Tutores: Lic. Adriana Heredia Sánchez**

**Msc. Carlos Enrique Gonzáles García**



**LA HABANA, 2017**

## **Agradecimientos**

*A mis tutores Adriana y Carlos Enrique, que han sido unos verdaderos “cracks”.*

*A Carlos Lage, a Diana y a Karina, que también aportaron mucho a esta investigación.*

*A mis padres, extremadamente esenciales en todo.*

*Al resto de mi familia, por el apoyo y preocupación constante (demasiados para mencionar).*

*Al piquete del 40: Tito, Claudia, Cindell, Yoana, Amanda, Chabeli...*

*A G-8 + 2 (Frank, Davi, Chu, Ge, Yaimel, Fi, Manuel, Diago y U) por no ayudar en nada, pero bueno...*

*Al resto de mis amigos en estos años de la carrera, economistas o no.*

*Y a todos los que hicieron esta investigación posible de una forma u otra.*

## **RESUMEN**

La presente investigación tiene como propósito diseñar una propuesta para la flexibilización de las tasas de interés en Cuba, buscando perfeccionar su funcionamiento en el sistema financiero. Para ello se describen algunos conceptos de la teoría convencional relacionada con esta variable en la economía, y los principales aspectos referentes al debate creado entre las regulaciones o la liberalización de las tasas de interés en el sistema financiero.

Además, a partir del análisis de los procesos de formación del sistema de tasas de interés de algunas experiencias internacionales, se obtienen conclusiones útiles que permiten determinar qué tratamiento debería ejercerse sobre las tasas en Cuba.

La propuesta que finalmente se realiza, se basa en los principales elementos que caracterizan el entorno monetario y financiero cubano en la actualidad, y en el impulso que brinda el reciente desarrollo de los mercados financieros en el país a una flexibilización de las tasas de interés. Para apoyarla, se describen algunas transformaciones complementarias que favorecerían el éxito del proceso planteado.

## **ABSTRACT**

The aim of this research is to design a proposal that allows to make more flexible the interest rates system in Cuba, in order to improve the functioning of this variable in the financial system. In this matter, are described some concepts of the conventional theory related with interest rates at the economy, and the main elements that contains the debate about putting regulations on the rates or release them in the financial system.

In addition, some useful conclusions are obtained from the analysis of formation process of interest rates in several international experiences. This allows to decide what kind of treatment should be given to the rates in Cuba.

The proposal finally done, is based on the main elements that characterize the Cuban monetary and financial environment in these days, and how the recent development of financial markets in the country impulse to some release of the interest rates system. To support it, are described several transformations that would lead to the success of the process.

## ÍNDICE

<b>INTRODUCCIÓN</b> .....	<b>1</b>
<b>CAPÍTULO 1: LAS TASAS DE INTERÉS Y SU PAPEL EN LA POLÍTICA MONETARIA</b> .....	<b>4</b>
1.1: LOS MERCADOS FINANCIEROS Y LAS TASAS DE INTERÉS. ....	5
1.11: LOS MERCADOS FINANCIEROS. ....	5
1.12: TASAS DE INTERÉS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS. ....	9
1.2: LOS OBJETIVOS OPERATIVOS DE POLÍTICA MONETARIA: EL ROL DE LAS TASAS DE INTERÉS. ....	15
1.21: INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA: SU IMPACTO EN LAS TASAS DE INTERÉS. ....	16
1.22: TASAS DE INTERÉS EN LA POLÍTICA MONETARIA .....	21
1.3: CONSIDERACIONES GENERALES SOBRE LA DESREGULACIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS. ....	25
3.31: REGULACIÓN FINANCIERA. ....	26
3.32: DESREGULACIÓN FINANCIERA. ....	30
<b>CAPÍTULO 2: EXPERIENCIAS EN PROCESOS DE TRANSFORMACIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS</b> .....	<b>35</b>
2.1: EXPERIENCIAS GENERALES EN LA FORMACIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS .....	36
2.11: IMPLICACIONES DE REGULACIONES SOBRE LAS TASAS DE INTERÉS: UNA MIRADA DESDE ALGUNAS EXPERIENCIAS INTERNACIONALES .....	36
2.12: EXPERIENCIAS GENERALES DE DESREGULACIONES DE TASAS DE INTERÉS .....	40
2.2: PROCESO EN LA REPÚBLICA POPULAR CHINA .....	47
2.3: CASOS DE ESTUDIO DE VENEZUELA Y BIELORRUSIA .....	55
2.31: EXPERIENCIA EN VENEZUELA .....	56
2.32: DESARROLLO DEL PROCESO EN BIELORRUSIA .....	61
CONCLUSIONES .....	66
<b>CAPÍTULO 3: LAS TASAS DE INTERÉS EN LA ECONOMÍA CUBANA: UNA PROPUESTA PARA SU FLEXIBILIZACIÓN.</b> .....	<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
3.1: PARTICULARIDADES DEL ENTORNO MONETARIO Y FINANCIERO CUBANO. ....	68
3.11: ENTORNO MONETARIO CUBANO. ....	69
3.12: SISTEMA FINANCIERO CUBANO. ....	72
3.2: LAS TASAS DE INTERÉS Y EL DESARROLLO LOS MERCADOS FINANCIEROS EN CUBA. ....	78

3.21: EL SISTEMA DE TASAS DE INTERÉS EN EL SISTEMA FINANCIERO CUBANO: UNA APROXIMACIÓN CRÍTICA. ....	79
3.22: DESARROLLO RECIENTE DE LOS MERCADOS FINANCIEROS. ....	84
3.3: CAMINO HACIA LA FLEXIBILIZACIÓN DEL SISTEMA DE TASAS DE INTERÉS EN CUBA. ....	88
3.31: PROPUESTAS PARA UNA FLEXIBILIZACIÓN SOBRE LAS TASAS DE INTERÉS. ....	88
3.32: CONDICIONES DE PARTIDA PARA EMPRENDER EL PROCESO. ....	98
<b>CONCLUSIONES</b> .....	<b>103</b>
<b>RECOMENDACIONES</b> .....	<b>105</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA</b> .....	<b>106</b>
<b>ANEXOS</b> .....	<b>111</b>

## INTRODUCCIÓN

En una economía, los precios representan una variable esencial y altamente vigilada por los agentes, destacándose como uno de los precios más importantes las tasas de interés. A nivel nacional, las variaciones de las tasas de interés afectan en gran medida las decisiones sobre consumo, ahorro, crédito e inversión; además de influir en la asignación de los recursos hacia los distintos sectores. Igualmente, desempeña un rol esencial en la transmisión de la política monetaria de un país, participando en la mayoría de los canales de transmisión convencionales. En relación al ámbito internacional, son decisivas para el financiamiento proveniente del exterior, incidiendo notablemente en el comportamiento de los flujos de capitales.

Su importancia ha determinado que en la actualidad muchos países hayan desregulado sus sistemas de tasas de interés, con el propósito de alcanzar una mayor eficiencia en sus sistemas financieros y en la efectividad de la política monetaria, otorgando a esta variable un papel decisivo en el funcionamiento del mercado. Los procesos atravesados han llegado a ser muy diferentes en cada uno de los casos, alcanzando resultados no siempre favorables.

En Cuba, las tasas de interés han estado fijadas de forma administrativa, lo que ha producido distorsiones dentro de su funcionamiento en la economía. A causa de ello, no funcionan muchos canales de transmisión convencionales de la política monetaria, y existen deficiencias en la asignación de los recursos. Por esto, uno de los aspectos básicos del necesario reordenamiento del entorno monetario está relacionado con el desarrollo de un sistema de tasas de interés más eficiente, como se declara el lineamiento 48 de los Lineamientos del VI Congreso del Partido (2011): *“estructurar un sistema de tasas de interés más racional y fundamentado...”*.

El actual funcionamiento alcanzado por el Mercado Interbancario en el país, junto a otras transformaciones recientes del sistema financiero como son las nuevas aperturas al crédito, y el desarrollo de un Mercado de Deuda Pública; impulsan a continuar flexibilizando el sistema de tasas de interés. Sobre esto ya se han alcanzado algunos avances, principalmente sobre la tasa interbancaria y las tasas activas de los bancos comerciales.

Una mayor flexibilización permitiría perfeccionar las estructuras de mercado en las que actúan las cada vez mayores relaciones monetario-mercantiles existentes en Cuba. De esta manera, se buscarían solucionar inconvenientes presentes en el sistema financiero actual, como la deficiente asignación de los recursos en la economía, o baja presencia de canales de transmisión activos de política monetaria.

Por ello, el **problema científico** de este trabajo sería: *¿En qué medida un sistema de tasas de interés más flexible contribuiría a una mayor eficacia de la política monetaria, así como a un mejor desempeño del sistema financiero cubano en la actualidad?*

Para darle respuesta al problema de investigación se partió de la siguiente **hipótesis**: *Una mayor flexibilización del sistema de tasas de interés, bajo en el contexto actual de transformaciones del modelo económico cubano, permitiría una política monetaria más eficaz, una mejor asignación de recursos en la economía y un aumento de la eficiencia de las instituciones financieras.*

En función de esto, el **objetivo general** de este trabajo plantea: *Proponer un esquema para la flexibilización de las tasas de interés, en aras de lograr un mejor funcionamiento de esta variable en el sistema financiero cubano en la actualidad.*

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

- 1) Identificar los fundamentos de la teoría convencional acerca de las tasas de interés en la economía, así como los principales elementos del debate referente a la regulación o liberalización de las mismas en el sistema financiero.
- 2) Sistematizar las experiencias internacionales en la formación de los sistemas de tasas de interés.
- 3) Evaluar la pertinencia de emprender un proceso de liberalización de las tasas de interés en el sistema financiero cubano, teniendo en cuenta las nuevas transformaciones en curso.
- 4) Diseñar una propuesta para la flexibilización de las tasas de interés en Cuba coherente con las particularidades del entorno monetario y financiero.

En este empeño, el capítulo 1 “**Las Tasas de Interés y su papel en la Política Monetaria**”, se propone inicialmente definir las distintas tasas de interés presentes en una economía de acuerdo a los niveles de mercados financieros. Además, describe el rol que desempeña esta variable en la política monetaria, así como los instrumentos de política que presentan las autoridades monetarias para incidir sobre ella. Finalmente, comenzando a incursionar en lo referente a cómo estructurar los sistemas de tasas de interés, son abordados los principales aspectos sobre el debate referente a la regulación o la liberalización de las mismas. De esta forma, en el mismo se le da cumplimiento al primer objetivo específico definido.

Por su parte, el Capítulo 2 “**Experiencias en Procesos de formación de las Tasas de Interés**”, refleja una combinación de casos de países con controles sobre sus tasas de interés y otras experiencias en procesos de desregulación de las mismas. Luego se profundiza en tres experiencias internacionales específicas que han estructurado sus sistemas de tasas de interés en condiciones distintas: Primeramente, China, nación que se encuentra actualmente en proceso de liberalización de sus tasas; y finalmente Venezuela y Bielorrusia, el primero con tasas de interés desreguladas desde la década de los 90s, mientras que el segundo aún mantiene controlada esta variable en su economía. De esta forma, se busca explorar las ventajas y dificultades prácticas de estos países en sus respectivos procesos de formación de tasas de interés.

Finalmente, el Capítulo 3 “**Las tasas de interés en la economía cubana: Una propuesta para su flexibilización**”, comienza describiendo el entorno monetario y financiero que presenta el país. Seguidamente, se resume la situación de las tasas de interés en el modelo hasta la actualidad, para después argumentar la pertinencia de una flexibilización sobre estas a partir del reciente desarrollo de los mercados financieros en el país. Para finalizar, se plantean las propuestas sobre los posibles cambios al sistema de tasas de interés en el país, además de las transformaciones complementarias necesarias para alcanzar el éxito del proceso.

## CAPÍTULO 1

# LAS TASAS DE INTERÉS Y SU PAPEL EN LA POLÍTICA MONETARIA

La tasa de interés constituye sin duda una variable fundamental de Política Monetaria, principalmente en sistemas financieros con estructuras de mercado desarrolladas. Ello se fundamenta por la influencia que ejerce sobre el crecimiento económico, pues su comportamiento afecta las decisiones de ahorro, consumo e inversión de los distintos agentes. Asimismo, incide en el comportamiento que toman los flujos de capitales, determinando variaciones en el tipo de cambio<sup>1</sup> y finalmente, la posición comercial y financiera del país frente al resto del mundo. En una economía de mercado funciona como guía para el comportamiento de los diferentes actores del sistema, y tiene un rol decisivo en la asignación de los recursos.

Esta variable es esencialmente monetaria, siendo estas mismas autoridades quienes la vigilan e intentan influir en ella constantemente a través de distintos instrumentos de política, pues está presente en la mayoría de los canales de transmisión de la política monetaria.

Un óptimo funcionamiento de la tasa de interés facilita a las autoridades monetarias las decisiones de políticas; ya que esta variable brindaría señales de cómo se encuentra el grado de liquidez en el sistema financiero. Así, en caso de un posible exceso de liquidez en el sistema, la tasa de interés disminuiría, y las autoridades monetarias podrían corregirlo mediante políticas contractivas que mantengan los objetivos de inflación controlados. También favorecería el desarrollo de niveles más complejos de mercados financieros<sup>2</sup>, y con ello la implantación de nuevos instrumentos financieros creados en los últimos años.

En función de lo anterior, el presente capítulo se propone sistematizar desde un punto de vista teórico conceptual los principales aspectos concernientes a la formación de las tasas de interés y su rol en la conducción de la política monetaria. Para ello, en un primer epígrafe se abordan los mercados financieros existentes en

---

<sup>1</sup> Dependiendo de la existencia de controles de capitales y si existe un tipo de cambio variable.

<sup>2</sup> Mercado de Acciones y Bonos Corporativos y Mercado de Derivados, que son los niveles más complejos. Se profundizan en el epígrafe 1 de este capítulo.

una economía, identificando las tasas de interés que se encuentran en los diferentes niveles. Por su parte, el epígrafe 2 explica cómo actúa la tasa de interés en la conducción de la política monetaria a través de algunos canales de transmisión más conocidos, definiendo y explicando los instrumentos de política monetaria que se utilizan en ellos. Finalmente se exponen algunos conceptos y aspectos generales sobre la liberalización de las tasas de interés en la economía hasta la actualidad

## **1.1: LOS MERCADOS FINANCIEROS Y LAS TASAS DE INTERÉS.**

El análisis de la diversidad de tasas de interés presentes en una economía, supone un estudio previo de los mercados financieros donde estas actúan, así como la complejidad que presentan estos con respecto a sus interdependencias y diferencias. Es por ello que en el presente epígrafe se abordarán los principales elementos teóricos conceptuales concernientes a los mercados financieros, para posteriormente explicar algunas generalidades sobre las tasas de interés.

### **1.11: LOS MERCADOS FINANCIEROS.**

Los mercados financieros se definen como el espacio donde los agentes que presentan excesos de fondos disponibles (agentes superavitarios) los transfieren a aquellos que presentan déficits (agentes deficitarios) (Zacharie, 2011). Otras definiciones los identifican como el conjunto de transacciones que realizan los oferentes y demandantes de fondos, donde los distintos participantes (familias, empresas y gobiernos) compran y venden activos financieros (Garay, 2005).

Se aprecia cierto consenso en la literatura económica en cuanto a la importancia de los Mercados Financieros para impulsar el crecimiento económico, fundamentalmente en las economías de mercado. Los mismos promueven una mayor eficacia a lo interno de la economía, pues permitirían colocar los fondos excedentes donde mayor rentabilidad brinden, sirviendo de intermediarios en la movilización de los ahorros para posteriormente prestarlos a los agentes deficitarios. En particular, el desarrollo de los mercados financieros domésticos reduce los riesgos asociados a la excesiva dependencia del capital extranjero, pues

promueven el financiamiento de proyectos con moneda local (Calzado & Roselló, 2015).

En sentido general, se reconoce la existencia de 5 mercados financieros, los cuales se encuentran estrechamente vinculados aun cuando presentan marcadas diferencias. La complejidad de los riesgos que se asumen en cada uno de ellos, así como las prioridades a corto y mediano plazo, permiten establecer un orden jerárquico de los mismo, tal como se ilustra en la **Figura 1.1**. No obstante, el orden descrito no es estricto, dado que podrían llevarse a cabo acciones simultáneas en los diferentes espacios, siempre que se defina un claro hilo conductor, en el sentido de los requisitos, para avanzar en el desarrollo de cada uno de estos mercados financieros (Calzado & Roselló, 2015).

**Figura 1.1: Orden Jerárquico de los Mercados Financieros**



**Fuente:** Tomado de: Calzado & Roselló, Desarrollo de los Mercados Financieros: Lecciones para Cuba, 2015.

El Mercado Monetario o Mercado de Dinero representa la base a partir del cual se comienzan a desarrollar el resto de los mercados. El término Mercado de Dinero usualmente se refiere al comercio mayorista en fondos de corto plazo, sin garantía; pero puede incluir transacciones garantizadas como el mercado de reporto de corto plazo<sup>3</sup>. Los principales participantes en este mercado serán los bancos, aunque también puede haber otras empresas con grandes cantidades de efectivo para administrar a corto plazo (Gray & Talbot, Desarrollo de los Mercados Financieros,

<sup>3</sup> Las operaciones de reporto (repo) constituyen un elemento esencial en el desarrollo del Mercado Monetario. Se pueden definir como un préstamo colateralizado que es efectuado a través de la venta y la posterior recompra de una garantía en un plazo y a un precio determinado.

2009). Un Mercado Monetario activo es un prerrequisito para el desarrollo del Mercado de Divisas y el de Deuda Pública, por tanto sería el punto de partida del resto de los mercados.

El Mercado Interbancario constituye la base y la parte principal de este mercado, aunque también lo conforma el sector minorista representado por los préstamos de las instituciones bancarias a las empresas y personas naturales. Mediante este mercado el banco central brinda señales a las instituciones financieras sobre la orientación de la política monetaria que luego se extiende al resto del sector financiero y finalmente a toda la economía (Calzado & Roselló, 2015).

Asimismo es complicado desarrollar estos mercados si el diseño o la implementación de la política y las operaciones monetarias no son óptimos. Cuanto más competitivo<sup>4</sup> y líquido sea el mercado, es probable que la transmisión de la política monetaria sea más efectiva (Gray & Talbot, Desarrollo de los Mercados Financieros, 2009).

El Mercado de Divisas es similar al Mercado Monetario, sin embargo cada transacción que se realiza involucra el intercambio simultáneo de la moneda local y las divisas extranjeras, por tanto juega un papel fundamental al desplazar fondos entre los países. Este mercado también se conforma de un Mercado Interbancario al por mayor, donde los agentes (usualmente bancos y otras instituciones financieras) comercian entre ellos y un mercado minorista donde los agentes autorizados transan con los consumidores finales (usualmente los hogares y las empresas). Es en el primer mercado donde se determina el precio de la moneda extranjera en términos de la moneda doméstica (tasa de cambio) a través de una asignación descentralizada de divisas entre sus participantes (Calzado & Roselló, 2015).

Por su parte, el Mercado de Deuda Pública se define como aquel espacio en el cual el estado puede atender sus necesidades financieras. Su creación responde al objetivo de minimizar en el largo plazo el costo de financiamiento del gobierno. Este espacio está constituido por un mercado primario donde se cubre el financiamiento del gobierno a través de emisiones de valores de deuda y un mercado secundario

---

<sup>4</sup> Mayor nivel de competitividad entre las instituciones financieras.

donde se comercializan dichos valores posterior a su emisión y antes de su vencimiento. Este último, es utilizado en lo esencial para dar respuesta a las necesidades de liquidez (Barceló A. , 2015).

A su vez, la evolución del mercado secundario permite posteriormente funcionar como referente para el mercado primario, lo que genera finalmente una tendencia de costos de financiamiento futuros menores para el estado. El Mercado de Valores Públicos constituye un pilar esencial de los mercados financieros, dado que provee la estructura de tasas de interés y refleja el costo de oportunidad del dinero de acuerdo a los plazos de tiempo<sup>5</sup>. Dicha estructura es un prerrequisito para el desarrollo de los mercados de futuros, forwards, swaps y opciones (Calzado & Roselló, 2015).

El Mercado de Acciones es aquel donde se negocian los derechos sobre las utilidades de las corporaciones (acciones de capital) y es el mercado sobre el que más noticias se divulgan en los países que lo poseen. El Mercado de Bonos Corporativos es aquel donde se transan bonos a largo plazo emitidos por las corporaciones que tienen altas evaluaciones de créditos (Mishkin, 2008).

Finalmente, el desarrollo de los mercados de derivados constituye uno de los elementos más complejos. Su campo de acción se extiende desde los derivados financieros interbancarios negociados en los mercados no organizados (*over the counter*)<sup>6</sup> hasta los derivados financieros y los commodities negociados en las bolsas (Calzado & Roselló, 2015).

Los mercados de Bonos y Acciones Corporativas y el de Derivados son los más complejos dentro del mercado financiero, e imposibles de desarrollar si los anteriores y más básicos mencionados no funcionan en la economía. Es por ello que en la presente investigación se consideraran solamente los tres primeros

---

<sup>5</sup> Las tasas sobre los Bonos de Gobierno proveen la estructura de las tasas de interés de mediano y largo plazo (las cuales deben ser mayores a medida que se incrementa el período de tiempo), a través de las cuales se influye incidiendo en las tasas de muy corto plazo. La tendencia de los rendimientos de los bonos a largo plazo provee información valiosa a las autoridades sobre las expectativas del público y sobre la confianza en las políticas macroeconómicas. Contar con un mercado de valores gubernamentales líquido y con ello una curva de rendimiento de referencia, permitiría la introducción y desarrollo de nuevos productos financieros que ayudarían a mejorar la gestión de riesgo y alcanzar mayor estabilidad financiera.

<sup>6</sup> Los mercados *over the counter*, también denominados mercados extrabursátiles, son aquellos donde se negocian instrumentos financieros fuera de los mercados organizados. En el mismo la negociación se realiza directamente entre las partes interesadas y no existe una infraestructura regulatoria. Son mercados propicios para aquellos agentes de gran solvencia que negocian volúmenes elevados (Calzado & Roselló, 2015)

mercados, especialmente el Mercado Monetario, para el análisis de la formación de tasas de interés.

Las distintas tasas de interés que se pueden definir dentro de los niveles de estos mercados pueden encontrarse conectadas, aun cuando persisten notables diferencias entre ellas. A continuación, se establecen algunos aspectos esenciales de la tasa de interés que servirán de base para definir así los diferentes tipos de tasas de interés que se pueden identificar de acuerdo a los niveles de los mercados financieros previamente identificados.

### **1.12: TASAS DE INTERÉS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS.**

Irvin Fisher, economista clásico del siglo XIX, afirmó que la tasa de interés surge como consecuencia de que el nivel de precios está positivamente correlacionado con las expectativas inflacionarias (Mishkin, 2008).

John M. Keynes por su parte sostuvo que el interés no significaba la recompensa por la privación de consumo, sino el premio por renunciar a atesorar activos líquidos. Por lo que la cantidad de dinero combinada con la preferencia por la liquidez determina la tasa de interés (Fajardo, 2015).

Una tasa de interés es un precio, es el costo de usar recursos ajenos y como el recurso ajeno que se usa en los mercados financieros es el dinero, se suele decir que la tasa de interés es el costo del dinero (Roca, 2002).

Jaime, 2012, define la tasa de interés como el porcentaje al que está invertido un capital en una unidad de tiempo, determinando lo que se refiere como "el precio del dinero en el mercado financiero". En términos generales, a nivel individual, la tasa de interés representa un balance entre el riesgo y la posible ganancia de la utilización de una suma de dinero en una situación y tiempo determinado: tomarlo prestado/cederlo en préstamo en una situación determinada.

Como se puede observar, son muy variados los conceptos existentes sobre la tasa de interés, y con el paso del tiempo han venido complejizándose. Una definición acertada teniendo en cuenta el objetivo general del trabajo es la realizada Jaime, D. (2012): "el precio del dinero en el mercado financiero". Dicha definición resulta coherente con el fin que se persigue de utilizar la tasa de interés como un

instrumento que refleje la situación de liquidez del sistema financiero cubano, a través del Mercado Interbancario (MIB), y conjuntamente señalice a los agentes el costo del dinero en la economía.

A continuación se describen los diferentes tipos de tasas de interés en una economía de acuerdo al nivel de los mercados financieros en que actúan, según ilustra el **Esquema 1.1**.

**Esquema 1.1: Tasas de Interés en los Mercados Financieros.**



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

**La Tasa de Redescuento** es un mecanismo del banco central para ofrecer liquidez inmediata y está concebida normalmente buscando desalentar su utilización frecuente. Generalmente esta tasa de interés está penalizada, representando el techo del canal corredor del Mercado Interbancario. Es un instrumento indirecto de política monetaria del banco central que lo sitúa como prestamista de última instancia a entidades financieras<sup>7</sup>.

Como contraparte, **las tasas de interés a los depósitos en el banco central** representan los beneficios de depositar dinero en este. Los intereses reportados

<sup>7</sup> El servicio de "préstamo tardío" en Inglaterra, el servicio "lombardo" en Alemania, la "ventanilla de descuento" en Estados Unidos y los créditos con garantía del Fondo de Requerimientos de Activos Líquidos (RAL) en Bolivia son algunos ejemplos de este tipo de mecanismo (Orellana, Lora, Mendoza, & Boyá, 2000). En China sí se le llama tasa de redescuento.

tienden a ser muy bajos, existiendo casos en que llegan a ser negativos, tal como se manifestó en Japón recientemente<sup>8</sup>.

Por su parte, la tasa promediada de los préstamos entre los bancos comerciales, conocida como **tasa interbancaria**<sup>9</sup>, representa la base de la que se derivan muchas otras, pues se le conoce como el precio mayorista del dinero en el mercado financiero. Tal importancia la convierte en uno de los objetivos de control por parte de las autoridades monetarias para la realización de política macroeconómica en el país.

La formación del tipo de interés en dicho Mercado Interbancario es libre, y en momentos de falta de liquidez generalizada, los tipos de intereses pueden ser muy elevados; lo contrario ocurrirá cuando haya exceso de liquidez (Roselló, 2013). El banco central constituye la autoridad monetaria en este mercado, asegurando que el mismo funcione de la manera más efectiva<sup>10</sup>.

Aquellas entidades bancarias con exceso de liquidez pueden ponerlo a disposición de otras que tengan un déficit, y así poder corregir sus desequilibrios de tesorería en el Mercado Interbancario. Los bancos comerciales prefieren adquirir fondos prestables de esta manera debido a que además de funcionar con tasas inferiores a la tasa de redescuento, evitan auditorías a estas instituciones por parte del banco central. El banco central incide en la tasa interbancaria, incrementándola o disminuyéndola mediante la absorción o inyección de liquidez en el sistema respectivamente, permitiéndole influir en los ciclos económicos (Roselló, 2013).

Como se ilustra en el **Gráfico 1.1**, el sistema canal corredor es uno de los mecanismos utilizados por los bancos centrales para regular la operatoria del

---

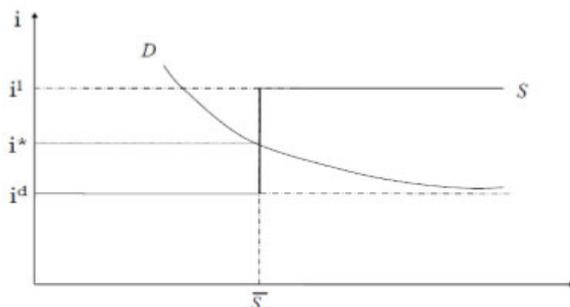
<sup>8</sup> En respuesta a la crisis económica y financiera global de 2008 el Banco Central de Japón colocó esta tasa de interés negativa para incentivar a los bancos comerciales a mantener en circulación en forma de préstamos su efectivo, ya que estos lo depositaban para asegurarlo en dicha entidad por el alto riesgo que conllevaba otorgar créditos a las personas naturales y empresas. Al congelar los bancos comerciales dichos fondos prestables agudizaban la recesión en el país.

<sup>9</sup> Una de las tasas interbancarias más reconocidas a nivel mundial es la LIBOR (London Interbank Offered Rate), que sirve como buena referencia para gran parte de los préstamos internacionales en dólares. Son ligeramente comparables con ella en cuanto a sus objetivos, el Federal Funds Rate de los Estados Unidos (FED), el Euro Over Night Index Average de la Eurozona (EONIA) y la European Interbank Offered Rate (Euribor).

<sup>10</sup> Su acción se extiende hasta establecer de forma diaria los precios promedios del dinero, además de crear el espacio donde se realicen los depósitos y las retiradas de fondos. Las operaciones de reperto son su herramienta clave para el control monetario indirecto y la gestión de la liquidez diaria (Calzado & Roselló, 2015).

Mercado Interbancario y minimizar la volatilidad de la tasa interbancaria. Según Roselló 2013, este se ha utilizado en numerosos países desarrollados y en varios de América Latina.

**Gráfico 1.1: Canal Corredor del Mercado Interbancario**



**Fuente:** Tomado de: Roselló, Mercado Interbancario en Cuba, 2013.

El banco central define una tasa de interés de referencia ( $i^*$ ) (tasa promedio) que es continuamente ajustada según las condiciones económicas del país. Dicha tasa es el centro del corredor cuyo techo y piso están formados por la tasa de los servicios permanentes de préstamo y de depósito, respectivamente. Así, se pretende que la tasa de interés del Mercado Interbancario se sitúe en torno de la tasa de referencia y dentro del corredor.

El servicio permanente de préstamo ( $i^l$ ) más alto que la tasa de referencia, tiene el objetivo de garantizar las necesidades temporales de liquidez del sistema financiero. Por otro lado, se encuentra un servicio permanente de depósito más bajo que la tasa de referencia para que las instituciones financieras puedan colocar sus excedentes de liquidez a una tasa fija ( $i^d$ ) (Roselló, 2013).

**Las tasas de los mercados de dineros offshore**, también conocidos como euromercados de dinero<sup>11</sup>, se derivan de tasas interbancarias de reconocido prestigio como es el caso de la ya mencionada LIBOR, a las que se agregan *spreads*<sup>12</sup> que pueden variar de acuerdo al nivel de riesgo o a los períodos de

<sup>11</sup> Mercados que llevan a cabo operaciones crediticias en forma de depósitos y otros instrumentos de corto plazo en divisas que no corresponden a su jurisdicción legal. De esta manera, un eurodólar es un depósito en dólares que se encuentra en cualquier banco fuera de Estados Unidos (Zacharie, 2011).

<sup>12</sup> Es un margen que se establece entre el precio de compra y venta de un activo. En este caso es un diferencial que se agrega para dar cobertura a los riesgos y los períodos de tiempo de la operación. También se denomina *spreads* a los diferenciales entre las tasas de interés activas y pasivas.

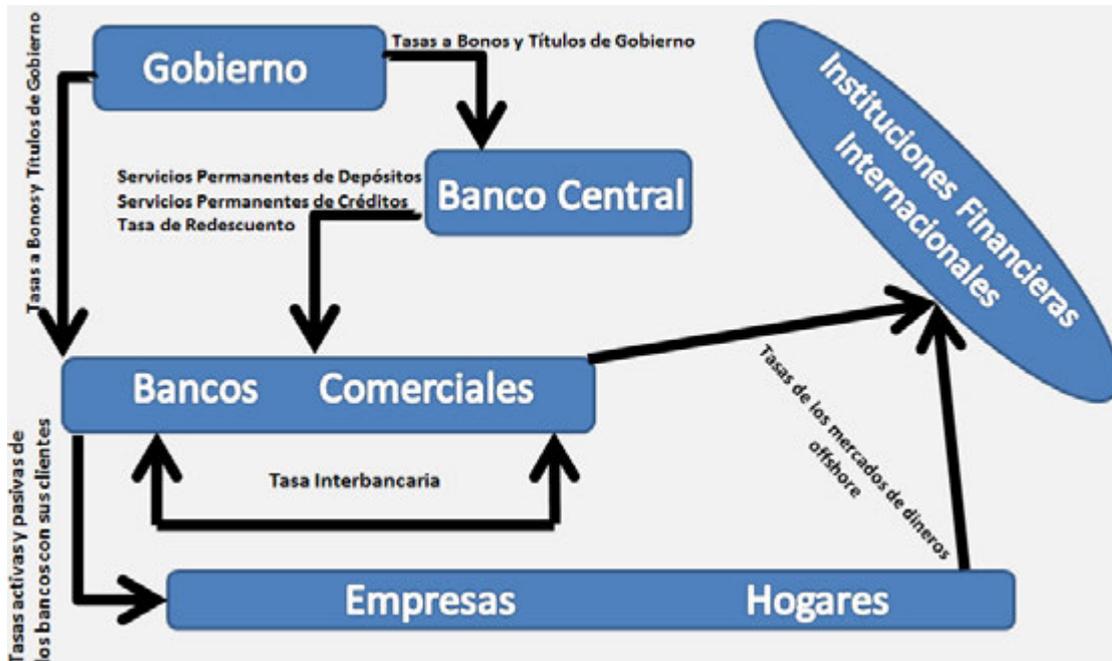
tiempo por los que se realice la operación. Estos mercados buscan hacer más eficiente la conducción de los negocios y el sistema bancario internacional, comprendiendo a las divisas y al papel negociable offshore de corto plazo. Son eurodivisas aquellos mercados que llevan a cabo operaciones crediticias en forma de depósitos y otros instrumentos de corto plazo denominados en divisas que no corresponden a su jurisdicción legal (Cecilia, 2012).

De otro lado, **las tasas de los títulos del gobierno** que este emite para financiar sus gastos en el Mercado Primario de Deuda Pública. Estos títulos se comercializan posteriormente en el mercado secundario, lo que se traduce en un cambio en la titularidad de los valores, aunque no significa la existencia de nueva financiación para el emisor. Las tasas de interés de los títulos emitidos por el gobierno pueden variar de acuerdo a los plazos y a la necesidad de financiamiento del propio gobierno. A mayor seguridad y credibilidad financiera brinde el gobierno (menos riesgo), menores tasas podrán brindar a los agentes en sus títulos sin alterar la adquisición de su liquidez.

Finalmente, **las tasas activas y pasivas de los bancos con sus clientes** (personas naturales y empresas) de acuerdo a las distintas operaciones. Las primeras representan el precio de los créditos, pues son recursos a favor de la banca, y difieren de acuerdo a los períodos de pagos y al nivel de riesgo. Las segundas son los pagos que deben realizarse a los agentes por depositar efectivo en el banco, y lógicamente son menores a las primeras, creando un diferencial denominado “spread” que representa las ganancias de la entidad.

El **Esquema 1.2** resume la presencia de las tasas de interés en los distintos niveles de la economía, así como los principales agentes que realizan las operaciones con cada tasa.

### Esquema 1.2: Tasas de Interés en las Operaciones de los Agentes en la Economía.



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

Si bien cada una de las tasas juegan un importante rol en el desempeño de la economía, las tasas interbancarias y las tasas activas y pasivas de los bancos con sus clientes serán las que se abordarán esencialmente en las experiencias internacionales tratadas; ya que las tasas interbancarias son los objetivos primordiales de las políticas del gobierno, y estas inciden directamente sobre las activas y pasivas de los bancos comerciales con sus clientes. Además, no es requerido un alto desarrollo de los mercados financieros para su utilización en la economía, siendo el panorama más cercano al que presenta Cuba actualmente. También es pertinente el análisis a las tasas a los títulos del Gobierno, pues aunque aún no existe en Cuba un Mercado de Deuda Pública, se está trabajando en los últimos años en la conformación de uno.

Finalmente, debe mencionarse la existencia de otras clasificaciones de dichas tasas teniendo en cuenta su impacto en las decisiones de los agentes. De esta forma, las tasas de interés pueden ser reales o nominales. La primera es la que verdaderamente influye en las decisiones por parte de los distintos actores participantes en una economía, ya que analiza los efectos de la inflación sobre la

tasa de interés nominal interbancaria. Este indicador refleja de manera mucho más exacta la situación en el mercado que la tasa de interés nominal, incentivando el crédito mediante el aumento de su demanda cuando las tasas reales son bajas (incluso existiendo tasas nominales altas)<sup>13</sup>.

Resaltar que tasas reales demasiado bajas, o hasta en valores negativos, pueden ser perjudiciales para la economía, conllevando a la contracción del crédito debido a que se incrementa demasiado el costo de otorgar créditos para los prestamistas. Al otorgar un crédito, los intereses que recibirán en el futuro serán muy bajos en términos reales o negativos, lo cual desincentiva a las instituciones financieras a hacer circular efectivo. Hay más incentivo para pedir prestado y menos para prestar (Mishkin, 2008).

Una vez explicados los distintos tipos de tasas a los diferentes niveles del sistema financiero, en el siguiente epígrafe se abordará el papel que juega la tasa de interés en la conducción de la política monetaria.

## **1.2: LOS OBJETIVOS OPERATIVOS DE POLÍTICA MONETARIA: EL ROL DE LAS TASAS DE INTERÉS.**

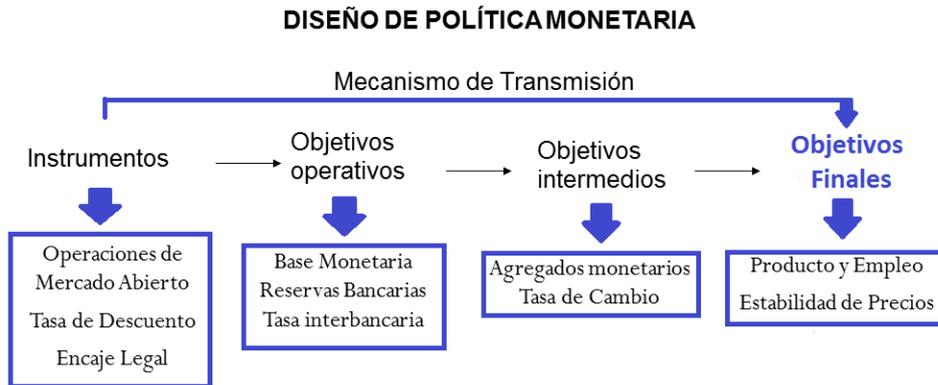
Las políticas monetarias realizadas por las autoridades monetarias en la economía funcionan a partir del uso de instrumentos de política que inciden sobre determinadas variables, conocidas como objetivos operativos. Estos, a su vez, influyen sobre los objetivos intermedios: variables que el banco central puede controlar con un considerable rezago y menor grado de precisión, y que tienen una relación estable o al menos predecible con el objetivo final de política monetaria (Lage C. , 2016). Estos últimos se centran en estimular el crecimiento en la economía y controlar la inflación. El **Esquema 1.3** ilustra cómo actúan algunos de los mecanismos de transmisión más comunes<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup> Las tasas reales activas bajas positivas son las que persiguen las autoridades monetarias para estimular el crédito interno.

<sup>14</sup> El esquema utiliza instrumentos indirectos de política y no muestra los directos, ya que la mayoría de las economías en la actualidad poseen marcos institucionales desarrollados para utilizar estos instrumentos en la política monetaria.

## Esquema 1.3: DISEÑO DE POLÍTICA MONETARIA



*Fuente: Elaboración Propia a partir de: Villalobos, Torres, & Madrigal, Mecanismo de Transmisión de la política monetaria: marco conceptual, 1999).*

A continuación se comienza tratando la importancia que representan los diferentes instrumentos de política monetaria con que cuentan las autoridades monetarias para influir sobre los objetivos operativos, y finalmente en los objetivos finales.

### 1.21: INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA: SU IMPACTO EN LAS TASAS DE INTERÉS.

Los instrumentos de política monetaria pueden dividirse en dos clases principales: *Controles directos* y *Controles Indirectos*. Los primeros son controles directos sobre los precios financieros (tasas de interés) o cantidades (depósitos o créditos) de instituciones financieras, y se usan principalmente en sistemas financieros regulados, sencillos y poco desarrollados. Por su parte, los instrumentos indirectos influyen en el comportamiento de las instituciones financieras al afectar inicialmente la propia hoja de balance del banco central o la determinación del precio (tasas de interés) de los servicios del banco central, y se usan sobre todo en los sistemas financieros liberalizados o que se están liberalizando (Gray & Hoggart, 1997).

En el transcurso de las últimas décadas la mayoría de los bancos centrales ha abandonado el uso de instrumentos directos, aunque a raíz de la crisis de 2008 se comenzaron a desarrollar variados instrumentos de política no convencionales<sup>15</sup>. Son excepcionales los sistemas bancarios altamente regulados donde existen

<sup>15</sup> El nuevo paquete de herramientas no convencionales se forma a través del tamaño y composición del balance del banco central (políticas de balance) y una cuidadosa comunicación de la estrategia de política monetaria a mediano plazo (forward policy guidance) (Lage C. , 2016).

controles directos sobre las tasas de interés o sobre los créditos y los depósitos de las instituciones financieras.

A pesar de que los instrumentos directos pueden ser más eficaces en mercados financieros poco desarrollados o donde el banco central enfrenta serias limitaciones para implementar un control indirecto, estos han sido desechados porque limitan la competencia y distorsionan los mercados financieros, además de alentar la desintermediación en los mismos (Roselló, 2013). Ello consecuencia que a medida pasa el tiempo, el público y las instituciones financieras se esfuerzan por evadirlos, creando mecanismos innovadores capaces de evitarlos (Colectivo de Autores, 2012). Los factores que influyen en estos inconvenientes serán identificados posteriormente.

A pesar de esto, aún existen países que mantienen de alguna u otra forma el uso de controles directos. Los topes máximos en el crecimiento de los préstamos o depósitos bancarios son ejemplos de controles de cantidad. El tope máximo a las tasas de préstamos bancarios o a tasas de depósito son ejemplos de controles de tasa de interés. (Gray & Hoggart, 1997). De acuerdo a (Munzele & Henriquez, 2014), 76 países en el mundo utilizan de cierta manera topes a las tasas de interés de los préstamos, de los cuales 61 al Banco Mundial.

Los principales instrumentos directos de política monetaria según (Alexander, Baliño, & Enoch, 1995) aparecen reflejados seguidamente en la **Tabla 1.1**.

**Tabla 1.1: Instrumentos Directos de Política Monetaria**

<b>Instrumentos Directos</b>	<b>Descripción</b>
<i>Controles a las Tasas de Interés</i>	Permiten definir topes y límites a las tasas para evitar que estas alcancen valores muy altos que dificulten la adquisición de créditos (tasas activas) o muy bajos que desincentiven la captación de ahorros (tasas pasivas). También existen casos que establecen topes máximos sobre las tasas pasivas para así controlar indirectamente el crecimiento de las tasas a los préstamos.
<i>Topes a los Créditos de las Instituciones Bancarias</i>	Sirven para mantener un control cuantitativo sobre los créditos bancarios al mantener regulado el monto de efectivo de las instituciones destinados a prestar.
<i>Créditos Directos</i>	Utilizados por el banco central para financiar sectores específicos y suministrar liquidez a estos.

**Fuente:** *Elaboración propia a partir de:* Alexander, Baliño, & Enoch, The Adoption of Indirect Instruments of monetary policy, 1995.

Los instrumentos indirectos por su parte operan mediante el control por el banco central del precio o volumen de la oferta de sus propias obligaciones (dinero de reserva), lo que a su vez puede afectar más ampliamente las tasas de interés y la cantidad de dinero y crédito en el conjunto del sistema financiero (Gray & Hoggart, 1997). Estos instrumentos son principalmente tres: los requerimientos de reserva (encaje legal), las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) y los servicios permanentes.

El *Encaje Legal* constituye un porcentaje de los depósitos u obligaciones que los bancos deben mantener como reserva en el banco central. En el corto plazo puede evitar la excesiva volatilidad de las tasas de interés del Mercado Monetario e interbancario, ya que permite a los bancos utilizar sus saldos de efectivo en el banco central sobre una base diaria, siempre que su nivel promedio durante el periodo de encaje sea al menos igual al encaje requerido.

Asimismo, los cambios en el nivel del encaje requerido son utilizados para afectar el monto de reservas disponibles de los bancos y las tasas de interés de corto plazo. Para la política monetaria de largo plazo el encaje legal es un instrumento para influir en el spread de tasas de interés bancarias, en la cantidad de créditos y depósitos, así como en su composición por monedas en economías dolarizadas (Orellana, Lora, Mendoza, & Boyá, 2000).

El control efectivo sobre las reservas con propósitos de manejo monetario requiere que los bancos sean penalizados si no mantienen los requerimientos de reservas obligatorios. Como los requerimientos de reserva que no están plenamente remunerados constituyen un impuesto sobre el sistema bancario, probablemente dará por resultado la desintermediación en el sistema bancario interno. Los bancos se esforzarán por mantener una mayor proporción de su pasivo de depósitos en instrumentos que no están sujetos a los requerimientos de reserva. En consecuencia, aun si requerimientos de reserva más elevados incrementan la eficacia del control de la medida oficial de la oferta monetaria, la desintermediación probablemente signifique que esta medida será menos relevante.

En contraste con los requerimientos de reserva, las *Operaciones de Mercado Abierto* (OMA) son un instrumento monetario muy flexible, y la manera en que las instituciones individuales se involucran es sobre una base voluntaria, más bien que obligatoria. Las OMA pueden realizarse frecuentemente y en la cantidad que se desee, por lo cual constituyen un método útil de estabilizar las reservas o las tasas de interés a corto plazo. Y no gravan con ningún impuesto a los bancos, razón por la que es mucho más popular que el encaje. En consecuencia, son una técnica más adecuada para promover la competencia financiera.

A continuación, el **Esquema 1.4** refleja los principales instrumentos de las **OMA**:

#### **Esquema 1.4: Principales Instrumentos de las OMA.**

**Las operaciones de reporto** consisten en que el banco central (reportador) realiza una compra o venta de valores a agentes autorizados (reportado), con el acuerdo de realizar la operación inversa en una fecha preestablecida. Por ejemplo, si el banco central quiere retirar liquidez del sistema solo durante un período determinado, puede realizar una venta en reporto, en caso contrario, realizaría una compra en reporto (Cruz, 2014).

Los valores con que usualmente opera el banco central en este tipo de operaciones son los emitidos por el gobierno, por la propia autoridad monetaria y también se emplean otros de alta calidad de crédito. Algunos de los títulos más usados en estas operaciones son los Certificados de Depósito, Certificados de Depósito Reajustables, Letras del Tesoro Público y Bonos del Tesoro Público.

**Las operaciones swaps con moneda extranjera** consisten en realizar compras temporales de moneda extranjera con el propósito de inyectar liquidez y con el compromiso de reventa a un tipo de cambio pactado al momento de la operación. La operación de swap resulta análoga a la realizada mediante reportos con valores denominados en moneda nacional (Roselló, 2013).

**La compra de valores** constituye una de las operaciones de mercado abierto que afecta la liquidez del sistema financiero con carácter permanente e influye sobre las tasas de interés del mercado. A diferencia de las operaciones de reporto, la compra definitiva de valores no implica el compromiso de llevar a cabo la operación inversa con la contraparte de la operación (Roselló, 2013).

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

Como último de los Instrumentos Indirectos se encuentran *las Operaciones de Ventanilla*, referidas al funcionamiento de los servicios permanentes de crédito (financiamientos libres a la banca comercial a tasas penalizadas) y depósitos (depósitos libres a la banca comercial a tasas inferiores a las de mercado) (Lage C., 2016). Ambos servicios constituyen el techo y el piso del Mercado Interbancario, como se especificó en el canal corredor ilustrado en la **Gráfica 1.1**.

Esta gama de instrumentos indirectos se utilizan para influir sobre la tasa de interés. Según (Shingang, 2014) el banco central regula la envergadura de los fondos prestables de los bancos a través del encaje legal, política que no tiene una influencia tan directa sobre las tasas de interés<sup>16</sup>. Las OMA por otra parte permiten controlar la liquidez de los bancos comerciales a través de la compra y venta de Deuda Pública en el mercado de valores y eso sí afecta la tasa de los préstamos interbancarios, y por ende las del resto del sistema. Por último, las Operaciones de Ventanilla, al regular el canal corredor del Mercado Interbancario, inciden en el rango de oscilación que puede tener la tasa interbancaria.

Finalmente, es necesario aclarar que además de estos instrumentos directos e indirectos mencionados, existen otros instrumentos no convencionales muy utilizados tras la crisis global financiera de 2008. La *relajación cuantitativa*<sup>17</sup> (quantitative easing) destaca como uno de los más comunes. Consiste en que los bancos centrales se inclinaron por políticas que perseguían “sanear” el funcionamiento de los mercados (hacerlos más líquidos) mediante la compra de los denominados “activos tóxicos” (Lage C. , 2016). Estos activos inservibles se retiraban del mercado, estabilizando las tasas de interés de largo plazo e inyectando mayor liquidez al sistema financiero.

En resumen, son cada vez más diversos los instrumentos disponibles para realizar política monetaria. El conocimiento a fondo de cada una de estas herramientas es vital para conocer cuando utilizarlas en correspondencia con la situación que presente cada país, buscando incidir sobre los objetivos operativos e intermedios de los mecanismos de transmisión.

En síntesis, si bien se han identificado los instrumentos a través de los cuales los hacedores de políticas influyen sobre la tasa de interés, se hace necesario definir el papel de dicha variable en la transmisión de la política monetaria. Ello se abordará en el siguiente subepígrafe.

---

<sup>16</sup> Al regularse la cantidad de fondos prestables, se afecta la oferta monetaria de la economía, lo cual influye en la liquidez y en el comportamiento de la tasa de interés.

<sup>17</sup> Este instrumento no convencional fue utilizado tras la crisis de 2008 principalmente por Estados Unidos y la Unión Europea para estimular sus economías. El BCE tardó poco más que la FED en poner tal medida en funcionamiento, obteniendo igualmente resultados con mayor retraso y menos efectivos que en el país norteamericano (Álvarez G. , 2013).

## 1.22: TASAS DE INTERÉS EN LA POLÍTICA MONETARIA

Las tasas de interés figuran dentro de los objetivos operativos de la política monetaria, siendo una variable fundamental de la que se valen los agentes para la toma de decisiones económicas. La selección de los objetivos operativos en la realización de política monetaria depende del esquema de política escogido, el desarrollo de los mercados financieros y el nivel de apertura de la cuenta de capitales. Los objetivos de tasas de interés de corto plazo son más apropiados en países con mercados financieros desarrollados y libre movilidad de capitales (Lage C. , 2016).

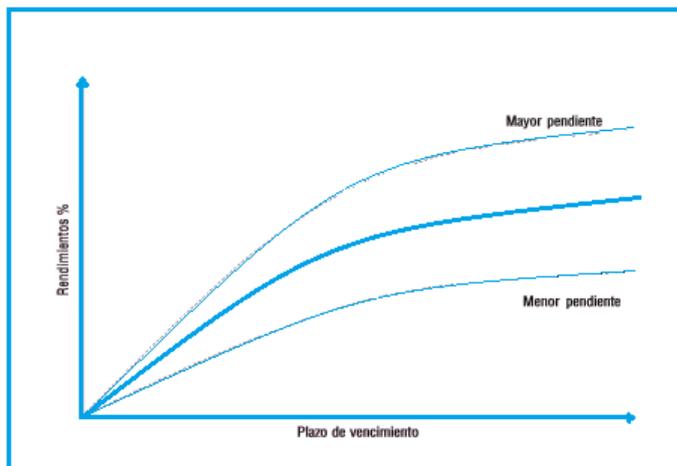
Con respecto a los objetivos operativos, la literatura exhibe dos tipos fundamentales de enfoques. El primero con respecto a las técnicas orientadas al control de la cantidad de reservas o la base monetaria, el cual es criticado debido a que el intento de estabilizar la base monetaria en el corto plazo puede hacer muy volátiles las tasas de interés<sup>18</sup>, por fluctuaciones estacionales y aleatorias de la demanda de dinero primario. El segundo (y más apoyado) es la técnica basada en la fijación (día a día) de una tasa de muy corto plazo del Mercado de Dinero. En la banca central moderna los objetivos operativos de tasa de interés (tasa promedio interbancaria) juegan el rol protagónico.

Aun cuando las tasas que inciden en las decisiones de gasto de los agentes son las tasas reales de largo plazo, el objetivo operativo de tasas de interés generalmente responde a la tasa overnight (tasa de interés día a día) debido a dos razones: (i) los mercados overnight son muy líquidos y atomizados, por lo que responden con mucha facilidad a estímulos de política, y (ii) las tasas de muy corto plazo pueden afectar las tasas de interés de mediano y largo plazo a través de las curvas de rendimiento (Lage C. , 2016).

---

<sup>18</sup> Al tomarse no como objetivo operativo la tasa de interés, la volatilidad de las mismas aumenta; pues como deben corregirse las variaciones sobre la demanda de dinero para mantener los objetivos principales controlados (cantidad de reservas o base monetaria), se afecta indirectamente a las tasas de interés cada vez que se alteran los niveles de liquidez en el sistema.

### Gráfico 1.2: Curva de Rendimiento de las Tasas de Interés



**Fuente:** Tomado de: Margarita, La estructura a plazo de las tasas de interés y su capacidad de predicción de distintas variables económicas, 2003.

Como muestra la curva de rendimientos de las tasas de interés del **Gráfico 1.2**, a mayores plazos de vencimiento deben existir mayores rendimientos. Las tasas a la izquierda de gráfico representan las tasas a muy corto plazo, mientras que a medida que se alejan a la derecha son de más largo plazo. El aumento en la pendiente de la curva de rendimientos debe señalarle a la autoridad monetaria un riesgo de que las expectativas de inflación están aumentando (Margarita, 2003).

En este sentido, el desarrollo de los mercados financieros ha ido conformando dos espacios temporales de actuación de la política monetaria: la gestión de la liquidez interbancaria en el día a día y la consecución de los objetivos de política en el mediano y largo plazo. Ambos espacios están conectados, pero responden cada vez más a análisis diferenciados y multidisciplinarios.

Según (Bindseil, 2004), la implementación (día a día) de la política monetaria consiste en mantener el nivel deseado de tasas de interés de corto plazo ajustando permanentemente las cantidades de liquidez del sistema en respuesta a shocks de alta frecuencia o shocks parcialmente transitorios, solo marginalmente relacionados con los desarrollos macroeconómicos y más asociados a criterios de estabilidad financiera.

Además, la tasa de interés de corto plazo figura como objetivo operativo en una de las reglas de políticas más utilizadas por los bancos centrales para alcanzar sus objetivos finales: la Regla de Taylor. Taylor (1993) propone una regla sencilla que

indica que el banco central debería elevar la tasa de interés real por encima de su nivel de equilibrio a largo plazo cuando la inflación sobrepase su objetivo o la producción se eleve sobre su tasa potencial (Romer, 2002). La regla de Taylor se formula 1:

$$(1) \quad i = r + \pi^* + \alpha * (\pi_t - \pi^*) + \beta * (y_t - y^*)$$

Siendo  $i$  la tasa de interés nominal,  $r$  la tasa de interés real de equilibrio de largo plazo,  $\pi$  la tasa de inflación e  $y$  la tasa de crecimiento del producto. Los subíndices  $t$  hacen alusión al período actual, mientras que los superíndices  $*$  se refieren a los valores meta o potencial de inflación y producto, respectivamente.  $\alpha$  y  $\beta$  son coeficientes de reacción que indican la preferencia de la autoridad monetaria por uno u otro objetivo (Lage C. , 2016).

Es válido señalar que la reciente crisis financiera internacional ha alejado a los Bancos Centrales del establecimiento de estas reglas de política, siendo necesario un mayor nivel de flexibilidad e innovación a la hora de tomar decisiones. La razón de ello ha sido la incapacidad de estas reglas para solucionar las nuevas situaciones adversas que desencadenó la crisis, producto del alto nivel de desregulación y desarrollo del sistema financiero alcanzado en muchos países. Esto ha llevado entre otros resultados a la aparición de nuevos instrumentos no convencionales de política monetaria.

Por todo lo anterior, se puede concluir la tasa de interés desempeña un rol protagónico en la política monetaria. Según (Mishkin, 2008), para que las autoridades monetarias logren perfeccionar el diseño e implementación de la política monetaria es necesario el conocimiento, con algún grado de detalle, de la forma y el rezago con que sus acciones fluyen e impactan sobre la economía. En consecuencia, es necesaria la identificación y entendimiento de mecanismos de transmisión que incorporan esta variable bajo los cuales se afectan los principales fundamentos económicos.

La transmisión de la política monetaria mediante la tasa de interés, ha sido el mecanismo tradicional de la literatura económica en los últimos cincuenta años. En especial es considerado el mecanismo clave de los modelos keynesianos, aunque últimamente ha recibido importantes críticas en cuanto a su capacidad para

explicar la potencia de la política monetaria. La razón principal es el creciente desarrollo de los mercados financieros en la actualidad y con ello la aparición de nuevas herramientas que activan otros mecanismos más complicados en la economía.

Aun cuando el canal de la tasa de interés es el más directo y por ende el más conocido, existen otros que amplifican los resultados a partir de la tasa de interés, como es el caso del canal de crédito. Este canal afirma que la política monetaria no sólo tiene efectos sobre la actividad económica, al afectar las tasas de interés de corto plazo, sino también al afectar la disponibilidad o los términos sobre los que se contratan nuevos créditos bancarios. Por lo tanto, no debe considerarse un mecanismo de transmisión diferente al tradicional de la política monetaria, sino como un grupo de factores que amplifican y propagan los efectos convencionales de la tasa de interés (Torres, Mora, & Castillo, 2008).

Estos dos canales de transmisión mencionados tienen mayor peso en una economía con un nivel de desarrollo de los mercados financieros relativamente bajo. En mercados financieros más desarrollados se activan otros mecanismos más complejos como el *canal del precio de otros activos* o el *efecto liquidez de las familias*, los cuales involucran en su funcionamiento las variaciones de los precios de las acciones. Esta valorización de las acciones estimula la inversión por parte de los agentes pues su capital disponible se incrementaría. Los consumidores suelen participar activamente como demandantes de este tipo de títulos, como una forma de diversificar una parte sustancial de su riqueza.

Cabe aclarar que estos mecanismos de transmisión mencionados no son los únicos que pueden existir, pero si los más estrechamente relacionados con la tasa de interés. En el caso de los mecanismos *canal de otros activos* y *efecto liquidez de las familias* no se encuentra directamente relacionada la tasa de interés, pero esta si influye en el funcionamiento de los mercados financieros que es tan importante en ambos.

El **Anexo 1** muestra más detalladamente los principales canales de transmisión relacionados con la tasa de interés.

En síntesis, la tasa de interés constituye una variable relevante para lograr la efectividad de la política monetaria, ya que influye directa o indirectamente en muchos de los canales de transmisión de la política monetaria. Las autoridades monetarias poseen diferentes instrumentos para influir sobre ella y garantizar su correcto funcionamiento en la economía, buscando utilizarla como medidor de la situación financiera. Son precisamente todos los elementos anteriores lo que han propiciado en los últimos años un largo debate sobre la pertinencia de su liberalización parcial o total. En el próximo epígrafe se sistematizan los principales criterios al respecto.

### **1.3: CONSIDERACIONES GENERALES SOBRE LA DESREGULACIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS.**

Son variados los criterios existentes en la actualidad sobre el grado de desregulación de las tasas de interés que debe existir en una economía. Con el proceso de globalización que se manifiesta en la actualidad, la mayoría de los países capitalistas buscan desregular sus tasas de interés junto con la liberalización de sus mercados financieros. Si bien son múltiples los efectos positivos derivados de la liberalización, también ha de considerarse que existen varios costos asociados al proceso.

Existen dos grandes corrientes en la literatura económica con respecto a este tema. La primera a favor de mantener regulaciones en las tasas de interés y los mercados financieros, pues ven necesario establecer controles para la estabilidad de la economía, encontrando al mercado como una entidad incapaz de regularse por sí solo. La segunda corriente, con un mayor número de adeptos, aboga por la total liberalización de estos para alcanzar su desarrollo eficiente, en consonancia con la globalización económica que está ocurriendo en la actualidad.

Con miras principalmente a elevar la eficiencia del sistema financiero, la desregulación financiera persigue ampliar el radio de acción del mercado en la determinación de las tasas de interés y el tipo de cambio, y disminuir las restricciones que influyen en la captación y asignación de fondos, incluido el crédito. Desde este ángulo, la liberalización financiera constituye una política amplia de desregulación y habitualmente forma parte de reformas encaminadas a

una economía de mercado. Por el contrario, el reforzamiento de la regulación financiera se caracteriza por intervenciones de la autoridad encaminadas a limitar la acción del mercado. Cuando estas intervenciones fijan tasas de interés y tipos de cambio demasiado bajos, o imponen elevados encajes y severas restricciones a la captación de fondos, ocasionan "represión financiera"<sup>19</sup> (Held, 1994).

Seguidamente, se abordan los beneficios y costos que conllevan altos niveles de regulación financiera.

### **1.31: REGULACIÓN FINANCIERA.**

Entre los argumentos que brinda la corriente a favor de controles en las tasas de interés destacan las muchas razones políticas y económicas que incentivan a mantener regulaciones sobre estas, como puede ser apoyar una industria específica o un sector de la economía donde se encuentra un fallo de mercado y se necesita una mayor concentración de recursos. Las regulaciones a las tasas de interés son un mecanismo útil para otorgar crédito a corto plazo a determinada industria estratégica o algún sector que es incapaz de auto sustentarse por sí mismo<sup>20</sup> (Munzele & Henriquez, 2014).

Las regulaciones se utilizan también para impulsar el crecimiento económico a través de los créditos bancarios, principalmente en países que desean incentivar el crecimiento económico basado en el mercado interno, dando mayor peso en ello a los bancos comerciales. Estas pueden garantizar el acceso al crédito de los agentes en el sistema si las autoridades monetarias establecen topes a las tasas activas<sup>21</sup>, brindándoles a los prestatarios tasas de interés razonablemente bajas en comparación a las que deberían alcanzar en caso de que se rigieran por el mercado; y a la vez permitiendo controlar a los prestamistas que intentan maximizar precios.

---

<sup>19</sup> Se define por "aquella situación en donde el sector se encuentra altamente controlado, restándole flexibilidad a su funcionamiento, ya que no opera según las señales de los demandantes y oferentes de los servicios financieros". Además, estas distorsiones provocan efectos acumulativos a nivel macro y microeconómico, disminuyendo el nivel de ahorro y asignando ineficientemente el poco generado (Delgado & López, 2002).

<sup>20</sup> El funcionamiento de este caso particular en la práctica se explicaría como una especie de subsidio al sector o la industria, ya que el precio al que adquirirían el crédito sería menor al de otros actores de la economía.

<sup>21</sup> Es el porcentaje al que las instituciones bancarias cobran por los distintos tipos de servicio de crédito a los usuarios de los mismos. Son recursos a favor de la banca.

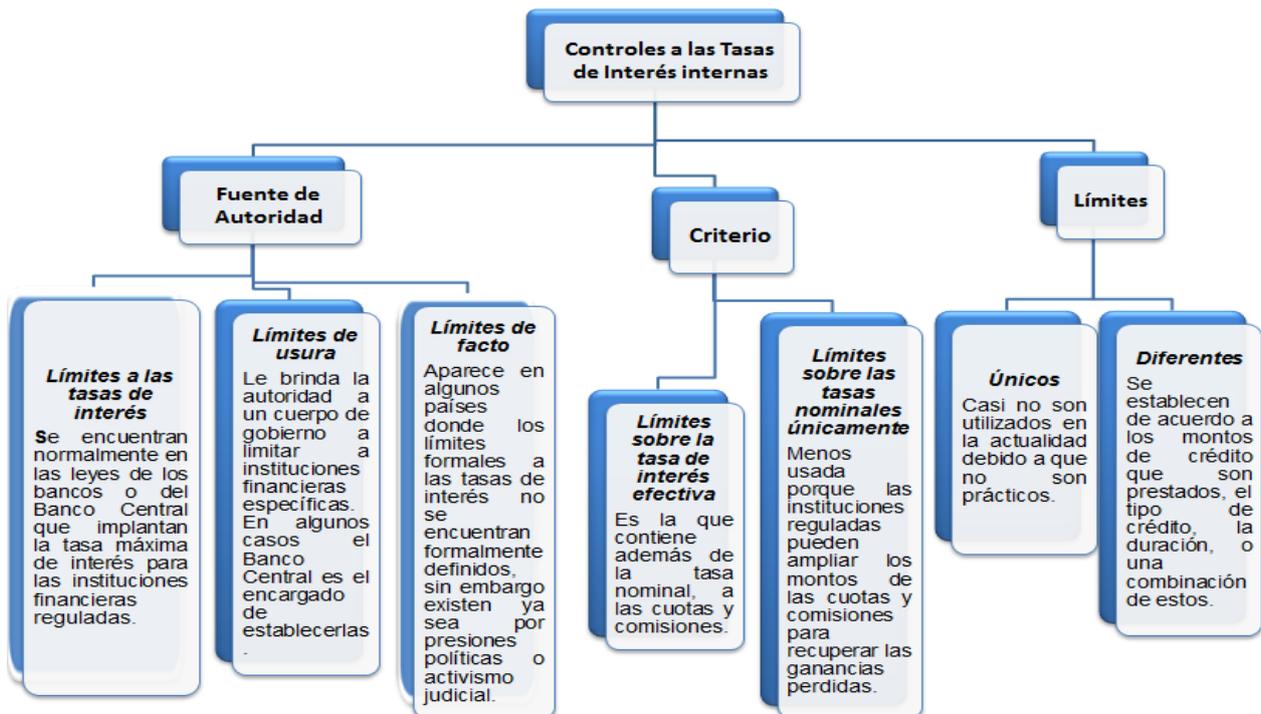
Implantar controles a las tasas de interés para mantenerlas bajas puede ser beneficioso para sostener la deuda del país, que en muchas ocasiones se encuentra indexada a tasas variables. El financiamiento del déficit fiscal al gobierno para su gasto público es un ejemplo de esta situación específica, facilitándose esta operación al disminuir su costo.

Una de las principales medidas de represión financiera es la Fijación de Topes y Mínimos a las tasas de interés, que representa uno de los instrumentos directos de política monetaria<sup>22</sup>.

Como define Munzele & Henriquez (2014), establecer controles sobre las tasas de interés es una tarea que debe ser analizada profundamente antes de realizarse. La fuente de autoridad, el criterio y la variedad o unicidad de los límites son detalles que deben conocerse antes de aplicarse.

Los controles a las tasas de interés internas deben implantarse de acuerdo de tres criterios, como indica el **Esquema 1.5**:

**Esquema 1.5: Criterios para establecer controles sobre las Tasas de Interés.**



<sup>22</sup> Además existen otras medidas de represión como el Control cuantitativo y asignación y selección del crédito; Tasas de reservas mínimas legales elevadas (encaje legal); Restricción a la entrada de nuevos intermediarios financieros; Políticas tributarias que discriminan del ahorro y la intermediación financiera; Préstamos forzados de los bancos comerciales a los gobiernos; Control directo e indirecto de parte importante del sistema financiero por el estado; y Tipos de cambio sobrevaluados (Delgado & López, 2002).

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

Cada uno de estos criterios debe ser tomado en cuenta a la hora de establecer los controles sobre las tasas de interés, pues pueden desencadenar en resultados diferentes.

Los sistemas financieros poco desarrollados se inclinan más por regulaciones en los mercados financieros y las tasas de interés, ya que aunque intenten desregular en alto grado, los resultados no serían del todo favorables para sus economías por la ineficiencia en el funcionamiento del sistema en general.

Como argumento en contra, mantener demasiado tiempo reguladas las tasas de interés podría conllevar a nuevos problemas en la economía. Referente a esto, el Cordiplan en Venezuela definió la necesidad de eliminar los controles sobre las tasas de interés a partir de 1989 de la siguiente forma: *"Las políticas de liberalización de las tasas permitirán darle transparencia al flujo de capitales y sentarán las bases de un realce del ahorro, el crédito y la capitalización acorde con las exigencias de una economía empresarial que debe buscar en el mercado lo que ya no puede seguir suministrándole el estado"* (Parra L. , 1999).

Uno de los inconvenientes principales de mantener regulaciones sobre las tasas demasiado tiempo serían las tasas de captación reales negativas. Las tasas de préstamos (tasas activas), deben poseer un diferencial sobre las pasivas<sup>23</sup> para permitir a las instituciones crediticias obtener ganancias. Como los niveles de inflación en la economía son tan influyentes en las tasas de captación de los bancos, al imponer las autoridades monetarias topes a las tasas de interés activas, las tasas pasivas quedarían igualmente reguladas a niveles menores de los que podría dictar el mercado.

Esta situación se transformaría en un problema grave para la economía si la inflación se encontrase por encima de las tasas de captación de ahorros (pasivas) de las instituciones bancarias, ya que los agentes estarían desincentivados a mantener sus ahorros en forma de depósitos y dificultaría a los bancos la

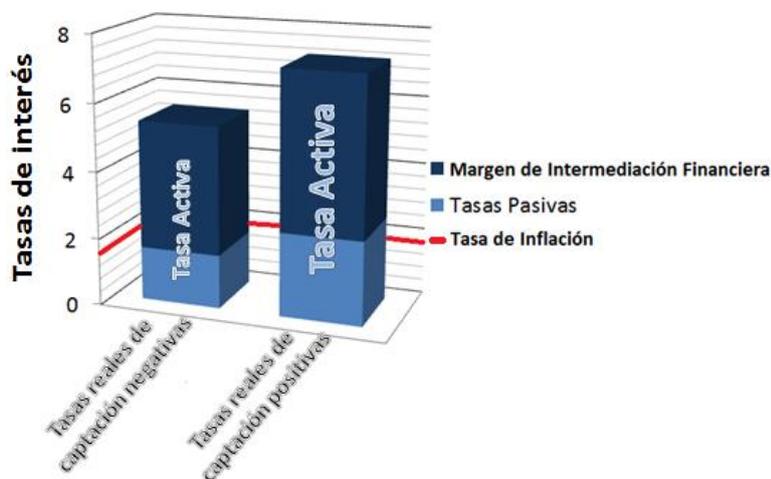
---

<sup>23</sup> Es el porcentaje que paga una institución bancaria a quien deposita dinero en ella. Son recursos que la banca debe.

adquisición de fondos prestables<sup>24</sup>. Si las tasas reales alcanzaran valores extremadamente negativos, es muy probable que se desestimule el ahorro interno, promoviendo así la fuga de capitales y distorsionándose la asignación de los recursos (Parra L. , 1996).

El **Gráfico 1.3** muestra ambos casos: Tasas reales de captación negativas (izquierda) donde la inflación se encuentra por encima de las tasas pasivas nominales, y tasas reales de captación positivas (derecha), donde la inflación se encuentra por debajo de las mismas.

**Gráfico 1.3: Situaciones de las tasas de interés reales de captación.**



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

Por otra parte, debido a la influencia que tienen las variaciones de los *márgenes de intermediación financiera* en las tasas de préstamos y de captación, debe analizarse los efectos de regulaciones a las tasas sobre este indicador. Los partidarios de las regulaciones llegan a definir en algunos casos, la liberalización financiera como un detonante del incremento de los márgenes (Parra L. , 1999). Esto debido a la influencia de las condiciones macroeconómicas que presente el país donde se realiza el proceso, siendo la inflación un determinante importante de estos diferenciales (Delgado & López, 2002).

Concluyendo, se plantea sobre el tema de mantener controles a las tasas de interés que esto ayuda a mantenerlas a niveles bajos, para garantizar el acceso al

<sup>24</sup> Las tasas reales de captación serían negativas en caso que las nominales que brindan los bancos se encontraran por debajo de la inflación.

crédito de sectores de la economía menos beneficiados. A la misma vez, puede traer consecuencias adversas para el funcionamiento del sistema financiero, principalmente si se mantienen demasiado tiempo dichos controles.

Por tanto, tras haber descrito los principales aspectos de un sistema financiero altamente regulado, se proseguirá a analizar el enfoque que aboga por la desregulación a las tasas de interés.

### **3.32: DESREGULACIÓN FINANCIERA.**

En contradicción con la primera visión analizada, una parte mayor de los economistas consideran perjudicial regular las tasas de interés en el sistema financiero en la actualidad. Entre los argumentos defendidos se encuentra que los controles a las tasas de interés distorsionan el mercado y generan problemas de selección adversa y riesgo moral, por lo que las entidades financieras tenderían a prestar a los clientes con mayores riesgos, creando ineficiencias en la intermediación financiera. Consecuentemente, las instituciones financieras reducirían sus préstamos a aquellos que más lo necesiten, y estos tendrían menos acceso a fuentes alternativas de crédito.

Además, los defensores de la desregulación plantean que el efecto del proceso de una liberalización de las tasas de interés sobre los márgenes de intermediación financiera es favorable.

La intermediación financiera logra una mejor asignación de los recursos, pues las personas con recursos excedentes no necesitan ponerse en contacto directo para trasladar esos fondos con aquellas que los necesiten; abaratando los costos que existirían en caso de que no hubiesen instituciones financieras de por medio. La desintermediación financiera es socialmente ineficiente, además de que reduce muchísimo la cantidad de agentes que acceden al crédito, trayendo efectos negativos sobre la producción y la economía real. La forma en que logren reducir los intermediarios financieros el costo de traslado entre los ahorrantes hacia inversionistas dependerá de la eficiencia con que opere. Por tanto, buscarían operar con un margen mínimo entre la tasa de interés que cobran por los préstamos y la tasa de interés que pagan por los depósitos.

Los desreguladores defienden la idea de que la regulación de las tasas conlleva a mayores márgenes de intermediación, pues como argumentan que se distorsiona la asignación de los recursos en la economía, se influiría negativamente en determinantes de este spread como el rendimiento de los activos y la morosidad en las carteras de créditos (Delgado & López, 2002).

Plantean que la liberalización de los tipos de interés debería volver las tasas de interés más sensibles a las fuerzas del mercado, corrigiendo la asignación de los recursos y reduciendo los costos de intermediación, y con ello su margen. Según (Song, 2001), para lograr efectivamente dicho resultado, debe acompañarse la transformación con un incremento de la competencia entre las instituciones bancarias del mercado, así se verían obligadas a disminuir los precios de las tasas activas para obtener mayor cuota de mercado.

Otro punto de vista semejante lo muestra Noya (1998), quien plantea que una de las principales fuerzas que están produciendo cambios a nivel de los mercados de los países desarrollados es la desregulación de los mercados financieros internos, lo que amplía los mercados locales, y aumenta la rivalidad entre las instituciones. Esto viene apoyado por la innovación financiera, con un desarrollo de los instrumentos derivados (futuros y opciones financieras) que destaca en este proceso. Con nuevos instrumentos financieros las instituciones encuentran nuevas vías para obtener ganancias sin tener necesariamente que mantener altos márgenes de intermediación financiera.

No obstante, cuando se intenta traspasar de un escenario de controles a uno desregulado aparecen varios problemas, pues las tasas de interés tienden a aumentar inicialmente, buscando adaptarse a los niveles de mercado. Una elevada tasa de interés limita la inversión; los créditos para la producción tienden a contraerse, y se estimula el ahorro estéril. Por ello, si se insiste en mantener y aumentar las tasas de interés con objetivo de atraer capitales a corto plazo (sin regulaciones), se agudizaría la contracción de los sectores de la producción real de la economía, beneficiándose a los sectores financieros rentistas.

Raúl Prebisch plantea que: *"En la medida en que el alza de interés se traslada sobre los precios y las remuneraciones siguen reguladas por el estado, el costo de*

*esta política de tasas elevadas recae sobre la fuerza de trabajo desfavorecida"* (Parra L. , 1999).

Sobre el crecimiento de las tasas tras una desregulación, la CEPAL afirma que: *"Aunque las alzas en las tasas de interés pueden incentivar el ahorro de las personas, al mismo tiempo pueden disminuir el ahorro de las empresas al reducir su rentabilidad y aumentar el costo que para ellas representan el servicio de su deuda neta"* (Parra L. , 1999).

Uno de los efectos más graves, derivado del proceso de flexibilización de las tasas de interés, es que puede provocar un clima de especulación sin precedentes en un país, contribuyendo al fortalecimiento de la mentalidad rentística. Los elevados intereses devengados por las colocaciones en el sistema financiero dado el aumento de las tasas pasivas, pueden cobrar más fuerza de la debida. Como se podrían obtener elevados ingresos por los ahorros sin riesgo visible, la economía financiera crecería, no sin provocar fuertes daños a la economía real y la producción. Para evitar este tipo de inconveniente, los ingresos por ahorros deben ser invertidos en actividades productivas y no en la especulación financiera.

Por otra parte, es necesario aclarar que no solamente se afectaría el ámbito interno de la economía tras una desregulación de las tasas de interés, sino que también habría efectos en lo externo. Dicha situación se acentúa por el gran nivel de dependencia existente entre las economías de los países y el alto nivel de apertura de las cuentas Capital y Financiera de casi todas las naciones actualmente. La estrecha relación entre las tasas de interés internas y externas, de las que depende directamente el tipo de cambio en un país, puede influir en determinados renglones macroeconómicos como los flujos de capitales, variaciones en las importaciones y exportaciones, o la deuda externa del país.

Si se realiza la liberalización de los tipos de interés, la influencia de los bancos internacionales en la economía podría ser un problema a analizar. Si no existen fuertes controles de capitales y es alta la participación de dichos bancos en el sistema, el impacto de una crisis internacional podría tener serias repercusiones en lo interno por el nivel de dependencia que existiría con respecto al ambiente externo (Shingang, 2014).

Si la desregulación de las tasas en un entorno así se realiza sin una correcta supervisión financiera, pueden detonarse una crisis en el sistema, siendo la crisis financiera de 2008 el ejemplo más claro y reciente. En un entorno de crecimiento económico con tipos de interés altamente desregulados, las entidades de crédito relajaron sus estándares de crédito, animadas por las elevadas revalorizaciones de los colaterales y presionadas por la fuerte competencia.

Esto en un sistema con bajos niveles de supervisión, que permitieron vender activos altamente riesgosos que afectaban la estabilidad financiera. Las bajas permanentes de las tasas de interés pre-crisis afectaban a la valoración y a la percepción del riesgo, contribuyendo al aumento de los precios de los activos. Debido a la fuerte búsqueda de rendimiento, se provocó una asignación de recursos extremadamente inadecuada durante los años previos a la crisis (Colectivo de Autores, 2012).

Además, es importante recalcar que gran parte de las principales innovaciones financieras crecieron en estructuras fuera del balance de las entidades bancarias, en parte por el alto nivel de desarrollo de los mercados financieros alcanzados debido al sistema de tasas de interés tan desregulado e interconectado.

Tras la crisis, las entidades han elevado sus estándares de oferta de crédito a la hora de conceder financiación, exigiendo mayores garantías, reduciendo los plazos y ampliando los diferenciales cobrados. Ello ha creado distorsiones de precios en los Mercados de Bonos al cambiar los bancos centrales sus criterios sobre el colateral admisible en operaciones repo o al comprar activos (Colectivo de Autores, 2012).

En resumen, la importancia de las tasas de interés ha suscitado un amplio debate en torno a la pertinencia de su liberalización. Son muchos los argumentos que se esgrimen a favor y en contra, pero se reconoce principalmente que los controles sobre las tasas son eficientes para mantenerlas a bajos niveles e incentivar la inversión, mientras que la desregulación favorece esencialmente el desarrollo de los mercados financieros y mejora la asignación de los recursos en la economía hacia los proyectos más rentables.

No obstante, los costos asociados a ambas situaciones determinan la necesidad de establecer políticas de acompañamiento que logren mitigar las derivaciones negativas, logrando maximizar las positivas. Por ello, son cada vez más comunes en la actualidad los escenarios en que coexisten desregulaciones graduales con controles sobre las tasas.

Este análisis teórico, basado en los distintos enfoques sobre controlar o desregular las tasas de interés en el sistema financiero, brinda las herramientas necesarias para profundizar en el siguiente capítulo en algunas experiencias internacionales de este tema. A partir de la evidencia empírica de determinados países específicos y algunas generalidades, se apoyarán o refutarán los basamentos anteriormente planteados.

## **CAPÍTULO 2**

### **EXPERIENCIAS EN PROCESOS DE TRANSFORMACIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS**

Hasta el momento se han abordado los elementos teóricos conceptuales más importantes acerca del proceso de desregulación de las tasas de interés, a partir del reconocimiento del rol que juega dicha variable en la conducción de la política monetaria y en el crecimiento de una economía en sentido general. Si bien se identifican desde un punto de vista teórico los costos y beneficios asociados a este proceso, se hace necesaria su validación empírica.

Es por ello que en el presente capítulo se abordan algunas experiencias internacionales considerando países que aún mantienen tasas de intereses reguladas, así como otros que han emprendido un proceso de desregulación. Factores vitales como el tiempo de duración del proceso, situación macroeconómica del país o el nivel desarrollo de los mercados financieros son imprescindibles conocerlos a fondo antes de aventurarse a ejecutar un cambio tan complejo.

En el epígrafe 1 se trata inicialmente evidencias de regulaciones a las tasas de interés, mientras que la segunda parte muestra varias experiencias de desregulación de las mismas en diferentes países, que no necesariamente muestran semejanzas en cuanto a modelo económico o resultado final del proceso. En el epígrafe 2 se profundiza específicamente en el caso de China, y el largo y difícil camino que han atravesado y que aún atraviesan en este sentido. Para finalizar, el epígrafe 3 se centrará en los casos de Venezuela y Bielorrusia, dos países de gran valor para la investigación por algunas similitudes particulares con Cuba. Las principales conclusiones extraídas se plasman al final del capítulo.

## **2.1: EXPERIENCIAS GENERALES EN LA FORMACIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS.**

Un análisis integral de la problemática objeto de estudio implica abordar previamente algunas experiencias internacionales en cuanto a la regulación de tasas de interés, antes de adentrarse en analizar procesos de desregulación de las mismas. De esta forma, los pros y los contras identificados en este análisis constituirán un insumo importante para la confección de una propuesta para Cuba. El siguiente epígrafe sistematiza los principales resultados de la investigación de **(Munzele & Henriquez, 2014)**, auspiciada por el Banco Mundial.

### **2.11: IMPLICACIONES DE REGULACIONES SOBRE LAS TASAS DE INTERÉS: UNA MIRADA DESDE ALGUNAS EXPERIENCIAS INTERNACIONALES.**

Según la investigación de **(Munzele & Henriquez, 2014)**, la evidencia empírica demuestra que los efectos de los topes a las tasas de interés son predominantemente negativos, aun cuando algunos estudios han demostrado resultados positivos. Los efectos de los límites a las tasas de interés difieren de acuerdo a las diferentes condiciones del país.

En Sudáfrica por ejemplo, algunas instituciones financieras evaden topes en las tasas de interés cargando créditos a seguros de vida y otros servicios, lo que reduce la transparencia del costo total del crédito. En países del Oeste de África, los topes a las tasas activas en instituciones micro financieras conllevan a aumentar los montos de créditos a otorgar para mantener los niveles de eficiencia de dichas instituciones, pues las tasas activas son consideradas muy bajas y se obtienen menos beneficios por crédito otorgado. En Japón por otra parte, los bajos topes a las tasas han contraído la oferta de crédito y aumentado los préstamos ilegales, debido a que los bancos poseen menos reservas debido a la caída de las captaciones de efectivo.

En Armenia, la falta de claridad en el cálculo de las tasas de préstamos de los bancos e instituciones micro financieras respecto a la imposición de comisiones y cuotas permiten evadir los topes a las tasas y reducen la transparencia hacia los consumidores, ya que los costos incurridos por los controles se cargan a las mismas comisiones y cuotas. En Polonia, restricciones al interés reducen el acceso

al crédito y el bienestar. En Francia y Alemania, los techos a las tasas de interés disminuyen la diversidad de productos para consumidores de bajos ingresos. En Francia, se han utilizado los créditos con tasas controladas para llegar a consumidores de bajos ingresos, mientras que en Alemania muchos consumidores de este mismo tipo y prestatarios de alto riesgo son excluidos del crédito. Esto demuestra los efectos opuestos que se pueden visualizar en dos economías diferentes con la misma medida.

El trabajo de (Munzele & Henriquez, 2014), establece una asociación negativa entre las restricciones a las tasas de interés y la *profundización financiera*<sup>25</sup> en 18 países de Latino América para el período 1980-2008. En Nicaragua por ejemplo, la aplicación de un tope a las tasas de interés ha causado a las instituciones micro financieras reducir los préstamos y ha incitado a muchas de ellas a abandonar áreas rurales, debido a los altos costos operacionales y riesgos que conlleva. Además, han respondido sumando comisiones y otros cargos para cubrir sus costos debido a que estos no están controlados. En el caso de Colombia, se encontró que los límites a las tasas afectan severamente a las pequeñas firmas por sus altos costos de transacción; más recientemente la eliminación de los topes fue una de las razones que conllevó al incremento del microcrédito en el país.

Varios estudios han analizado los efectos de los límites a las tasas de préstamos en los Estados Unidos. Con la reforma Glass-Steagall realizada en el país en 1933 y vigente hasta finales de siglo, se instaura la llamada Regulación Q, la cual establecía los límites a los bancos en sus tasas de interés a los depósitos. El control federal removi6 la posibilidad de guerras por tasas competitivas y las mantuvo controladas, evitando que alcanzaran niveles desorbitantes. Dicha regulación realizó una pequeña excepción para las instituciones de préstamos hipotecarias, especialmente las asociaciones de ahorro y préstamos. Los depósitos en estas firmas recibían un determinado por ciento de ventaja sobre otros depósitos de consumidores (Sherman, 2009).

Entre los resultados del análisis sobre estos topes a las tasas de interés en Estados Unidos se encuentra el abaratamiento del precio de los créditos, aunque a la misma vez disminuy6 el monto de efectivo disponible para prestar. Además, con

---

<sup>25</sup> Depósitos privados de todo tipo sobre PIB. (Noya, 1998).

la fijación de mayores topes a las tasas, el acceso al crédito de los prestatarios de alto riesgo fue mayor, pues aumentó el margen de incremento de las mismas. Los prestatarios que pueden acceder a tasas más altas son en su mayoría de alto riesgo, existiendo alta probabilidad de no pago por el mayor costo del crédito.

La **Tabla 2.1** a continuación, resume los principales efectos negativos de los controles sobre las tasas de interés en las experiencias analizadas.

**Tabla 2.1: Efectos Negativos de Controles a las Tasas de Interés**

Nicaragua	Sudáfrica	Japón	Estados Unidos	Colombia	Bolivia	Francia y Alemania
Se abandonan áreas rurales.			Se afectan pequeñas empresas.	Se afectan pequeñas empresas.		Se excluyen sectores de bajos ingreso y altos riesgos.
		Se contrae la oferta de crédito y aumentan este tipo de préstamos.	Contrae la oferta de crédito y aumentan este tipo de préstamos			
					Menos licenciamientos	
Los costos de los controles se cargan a las comisiones y cuotas.	Los costos de los controles se cargan a las comisiones y cuotas.			Altos costos de transacción de los créditos.		
						Para el sector de bajos ingresos.

**Fuente:** *Elaboración propia a partir de:* Munzele & Henriquez, Interest Rate Caps around the World, 2014.

**Leyenda:**

	Se manifestó una Ruptura del financiamiento a sectores de bajos ingresos.
	Desarrollo de Préstamos Ilegales.
	Disminución de Nuevas Instituciones Financieras.
	Aumento del Costo Total del Préstamo.
	Descenso en la Diversidad de la Producción.

En conclusión, a partir de la evidencia sintetizada en la **Tabla 2.1**, existe una mayor tendencia a que ocurran efectos negativos en los países que presentan límites en las tasas de interés. Sin embargo, es destacable que los topes han servido efectivamente para disminuir las tasas de interés de los créditos en los Estados Unidos (Munzele & Henriquez, 2014).

Al analizar algunas características financieras de los países con topes a las tasas, se concluye que la mayoría posee un único regulador en el sector financiero como es el banco central o alguna autoridad de servicios financieros. Otra característica común de los sistemas financieros incluye una relativamente baja razón entre el crédito otorgado y el PIB, y una baja medida de la porción de personas que reciben préstamos. Además, la estructura del sistema bancario posee una presencia relativamente fuerte de bancos estatales (Munzele & Henriquez, 2014).

En este sentido, teniendo en cuenta las situaciones analizadas, (Munzele & Henriquez, 2014) brindan algunos consejos finales para el caso que se busque establecer topes a las tasas de interés. Si una regulación de tasas de interés es necesaria, los límites deben ser específicos para ciertos productos (como préstamos a los consumidores) o para ciertos proveedores (como instituciones microfinancieras), preferiblemente que cubran íntegramente a todas las instituciones del sector financiero, y brinden igualdad a la competencia.

También es necesario determinar una precisa y clara definición de qué límite debe ser aplicado: la definición debe incluir el costo total del crédito para evitar evasiones (esto incluye comisiones y cuotas). El tope debe establecerse a un nivel razonable, suficientemente alto para permitir una ganancia, pero suficientemente bajo para evitar excesos de beneficios que perjudiquen la intensidad de la competencia.

Una vez esclarecidos los efectos asociados al proceso de regulación de las tasas de interés, y los elementos a considerar para palear las derivaciones negativas de

dichas situaciones, se hace necesario abordar los principales resultados que se manifiestan en algunas economías a partir de emprender procesos del levantamiento de estos controles al interés.

## **2.12: EXPERIENCIAS GENERALES DE DESREGULACIONES DE TASAS DE INTERÉS.**

Después de los años 60s los principales países del mundo han experimentado olas de liberalización de los tipos de interés. La primera podría definirse en dicha década, tras el rápido crecimiento del mercado europeo después de la posguerra. Economías desarrolladas como Alemania y Francia comenzaron a experimentar el escape de capitales en grandes proporciones, liberalizando así las tasas de interés de ahorro (pasivas) para incrementarlas, y evitar un diferencial acentuado con las tasas internacionales que frenara la fuga de capitales.

En los 70s, después de dos crisis del petróleo, algunos países como Estado Unidos o el Reino Unido empezaron a sufrir altas tasas de inflación, convirtiendo sus tasas reales de ahorro en negativas. Muchos capitales abandonaron los bancos comerciales, lo que condujo a la segunda ola de liberalización de los tipos de interés. La tercera ola ocurre más recientemente, en los 90s, cuando economías emergentes experimentaron un crecimiento económico acelerado. Debido a ello, muchos de estos gobiernos experimentaron nuevas reformas en busca de mecanismos de mercado más acordes al desarrollo alcanzado, compatibles con el sistema que se imponía mundialmente mediante el proceso de globalización (Shingang, 2014).

Las duraciones de los procesos de desregulación de las tasas de interés han sido diferentes de acuerdo a cada situación. Comparativamente, algunos países han experimentado procesos muy largos, como es el caso de Francia (20 años) o Estados Unidos y Japón (17 años). Algunos países experimentaron procesos más rápidos, como Alemania (6 años) y el Reino Unido (8 años). Las economías emergentes también experimentaron períodos variables: India y Corea del Sur (16 años), Tailandia (8 años).

Es interesante lo duradero que fue este proceso en el caso específico de los **Estados Unidos**, a pesar de ser un país altamente desarrollado. Los topes a las

tasas de interés en ese país<sup>26</sup> presentaron los mayores inconvenientes en los años 70s, cuando se convirtieron en un problema grave debido al incremento de la inflación en ese período producto de la crisis mundial, siendo indispensable la desregulación (Sherman, 2009).

A finales de los 70s, la inflación hizo que las tasas de interés tuvieran que elevarse sobre los límites de la Regulación Q<sup>27</sup>. Dichas restricciones causaron que los inversionistas comenzaran a buscar alternativas a las cuentas tradicionales de depósitos. Una solución fue la interacción directa de los inversionistas a los prestatarios, obviando el papel de los bancos como intermediarios. Las firmas creaban fondos en el Mercado de Dinero que operaban sin restricciones a las tasas, junto con la aparición de otras novedosas opciones. Fue entonces que los agentes cambiaron sus fondos de las cuentas controladas en instituciones depositarias, que pagaban muy bajos o hasta negativos intereses reales.

Para corregir estas deficiencias, las autoridades estadounidenses comienzan un proceso de liberalización de las tasas que transcurrió entre 1978 y 1986 (Wei & Sampawende, 2014). Según (Munzele & Henriquez, 2014), la eliminación de los topes a las tasas afectaron positivamente el acceso a las finanzas de las pequeñas empresas, a la vez que se notó una migración de clientes a estados con menos restricciones financieras.

Además, (Sherman, 2009) plantea que las nuevas medidas desregulatorias conllevaron a que las instituciones ahorrativas penetraran en nuevos territorios financieros que presentaban mayores riesgos. Todo esto altero la composición de los mercados en el sistema.

En **Corea del Sur** por otra parte, la desregulación financiera comienza a inicios de los 80s. Antes de estas reformas, el panorama presentaba mercados financieros regulados para apoyar su estrategia de crecimiento basada en las exportaciones. Las regulaciones distorsionaron la asignación de recursos y provocaron deficiencias en la intermediación financiera, mediante la aparición de actividades fuera de las hojas de balances de los bancos comerciales. La liberalización incluyó

---

<sup>26</sup> Definidos por la Regulación Q a las tasas pasivas, contenidos en el Acta Glass-Steagall.

<sup>27</sup> Esta establecía los límites a los bancos en sus tasas de interés a las cuentas de depósitos.

reformas en las tasas de interés interbancarias y la casi total disminución de los controles directos sobre créditos bancarios (Park, 1996).

En 1984, a las instituciones financieras les fue permitido establecer sus propias tasas de préstamos dentro de un rango determinado, lo que fue complementado con una serie de medidas de desregulación de las tasas de interés en el sector financiero. Entre estas medidas se encontraba el aumento de los límites a las tasas de préstamos y la liberalización de las tasas a los rendimientos de los certificados de depósitos. Este grupo de desregulaciones culmina con la erradicación del control de las tasas de las instituciones bancarias y no bancarias, en 1988.

Sin embargo, después de haber eliminado estos controles, el gobierno revocó sus medidas de liberalización. El motivo fue que sus acciones anteriores habían traído como consecuencia un aumento de las tasas de interés, totalmente perjudicial para la situación que se estaba viviendo en el país de desaceleración económica, además de las dificultades que presentaba el mercado laboral, lo que frenó la total culminación del proceso. No fue hasta agosto de 1991, cuando el gobierno despliega la cuarta fase del calendario para la total liberalización de las tasas en el mercado financiero doméstico.

La desregulación cambió la estructura de la política monetaria en Corea. Se incrementó el multiplicador monetario considerablemente debido a la disminución de los requerimientos de reservas obligatorias, mientras que la velocidad de circulación del dinero se mantuvo constante. Se mejoró el margen de intermediación financiera en el sistema, además de aumentar el ahorro nacional debido a más atractivos intereses de los depósitos (Wei & Sampawende, 2014).

Además, la política monetaria cambió hacia una mayor dependencia de los instrumentos indirectos en el control monetario. La relación entre dinero-producción-precios se fortaleció a medida que las autoridades consolidaban la flexibilización de las tasas de interés, pues amplificaban su control sobre los agregados monetarios.

Otro ejemplo asiático fue **Japón**. El sistema financiero Japonés se hallaba altamente regulado antes de 1980, con tasas de interés por debajo de los niveles que dictaba el mercado, lo que limitaba la competitividad entre los bancos

domésticos. Debido a los cambios macroeconómicos de mediados de los 70s<sup>28</sup> Japón liberaliza los mercados financieros domésticos, mediante la desregulación a las tasas de depósitos, una mayor disponibilidad de instrumentos financieros, y la eliminación de barreras entre las operaciones de las instituciones bancarias y las aseguradoras financieras.

El alto desarrollo de los mercados financieros en el país influyó positivamente en la efectividad del proceso. La desregulación aumentó las tasas de interés del sistema, lo que conllevó a un incremento de la oferta de créditos debido a la mayor adquisición de fondos prestables mediante los depósitos, los cuales brindaban mayores intereses a los ahorradores.

Las tasas de interés determinadas por las fuerzas del mercado se convirtieron en objetivo e indicador del estado de la política monetaria simultáneamente. El Banco de Japón necesitó desviarse de controles directos sobre el crecimiento monetario y moverse hacia instrumentos indirectos, fortaleciéndose el uso de Operaciones de Mercado Abierto a corto plazo (Wei & Sampawende, 2014).

La liberalización de las tasas alteró la velocidad de circulación del dinero y el multiplicador monetario. La velocidad del dinero decayó desde finales de los 70s, reflejando mayor profundización financiera y un incremento del ahorro nacional. Este último alcanzado por una mayor demanda sobre los depósitos ofertados, y múltiples activos financieros que fueron considerados más atractivos.

En Latinoamérica por su parte, un país que ha logrado atravesar este proceso de forma bastante favorable fue **Colombia**. La intervención estatal en la fijación de tasas de interés fue gradualmente desmantelada a partir de 1983 en el país, debido a que existía un sistema financiero regulado y con claras señales de ineficiencia propias de la baja competitividad. Como resultado, las tasas activas y pasivas se incrementaron.

Dentro de los aspectos que llevaron a elevar los niveles de la tasa activa tras la desregulación, se encontraban: la posesión de activos de muy bajo rendimiento consecuencia de tasas subsidiadas, alto porcentaje de cartera morosa,

---

<sup>28</sup> Shocks de los precios del petróleo, un descenso de los préstamos otorgados, y el deterioro de la situación fiscal del país.

readecuaciones de crédito, altas deudas por parte del gobierno central y de algunas entidades públicas, elevados encajes y falta de competencia con la banca internacional. Las tasas pasivas por su parte, se incrementan principalmente debido a los niveles de inflación existentes en la economía, buscando alcanzar tasas pasivas reales positivas a diferencia de años anteriores a 1987 (Ospina, 1995).

Por otra parte, existían altos márgenes de intermediación financiera previos al período de desregulación, dados por topes a las tasas de interés y altos requisitos de encajes e *inversiones forzosas*<sup>29</sup>. El país no se incluía en los valores más altos de Latinoamérica, pero si se consideraba alto de acuerdo a los estándares internacionales. Tras la desregulación de las tasas, los márgenes se han venido reduciendo considerablemente hasta la actualidad, aunque aún no es lo suficientemente eficiente. Igualmente, las mejores condiciones de seguridad, inflación, e inversión, que se han venido alcanzando en los últimos años en el país tras la desregulación, han hecho que las tasas de interés nominales sean inferiores a las de décadas pasadas.

En síntesis, la **Tabla 2.2** resume los principales resultados en los procesos de desregulación de tasas de interés mencionados. Se observa que en todos los casos, las tasas de interés aumentaron tras liberalizar el sistema. A la misma vez, en gran parte se incrementó el ahorro interno a partir del incremento del rendimiento que brindaban las tasas pasivas.

**Tabla 2.2: Resultados en procesos de desregulaciones de las Tasas de Interés.**

Países	Condiciones de Partida	Duración del Proceso	Acciones Emprendidas	Principales Resultados
Estados Unidos	-Topes máximos sobre las tasas pasivas de interés. -Problemas en la intermediación financiera.	17 años	-Se comienza a liberalizar gradualmente las tasas desde 1978.	-Mejora el acceso a las finanzas de las pequeñas empresas. -Las instituciones ahorrativas penetraron en nuevos territorios

<sup>3</sup> (Zuluaga, 2004) (Zapata, 2005) Los Intermediarios financieros debían guardar una parte de sus pasivos en activos de bajo rendimiento como inversiones forzosas y como inversiones sustitutivas del encaje (Ospina, 1995)

	-Alta inflación. -Ato desarrollo de los mercados financieros.			financieros de mayores riesgos, lo que reorganizó el sistema financiero.
<b>Japón</b>	-Tasas reguladas por debajo de niveles de mercado.  -Baja competitividad.  -Alto desarrollo de los mercados financieros.	17 años	-Desregulación a las tasas de depósitos.  -Mayor disponibilidad de instrumentos financieros  -Eliminación de barreras entre las operaciones de las instituciones bancarias y las aseguradoras financieras.	-Aumento de las tasas de interés en el sistema.  -Incremento de la oferta de créditos.  -Creció el Ahorro Nacional.
<b>Corea del Sur</b>	-Problemas en la intermediación financiera.  -Actividades fuera de las hojas de balances de los bancos comerciales.  -Mercados Financieros regulados.  -Inestabilidad macroeconómica.	16 años	-Reformas en las tasas interbancarias.  -Casi total disminución de los controles directos sobre los créditos.  -Aumento de los límites a las tasas de préstamos y liberalización de las tasas a los rendimientos de los certificados de depósitos.	-Aumento de las tasas de interés.  -Incremento del Ahorro Interno.  -Mejóro el margen de intermediación financiera.
<b>Colombia</b>	-Sistema financiero regulado e ineficiente.  -Baja competitividad.  -Alta inflación.	12 años	-Se elimina gradualmente la intervención estatal en la fijación de tasas de interés a partir de 1983.  -Acciones para mejorar condiciones macroeconómicas.	-Aumento de las tasas activas y pasivas.  -Disminución gradual de los márgenes de intermediación financiera.

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

Considerando los inconvenientes derivados del proceso destaca la mayor vulnerabilidad a crisis económicas. Corea del Sur y Tailandia sufrieron las consecuencias de la crisis de 1997 después de una liberalización precipitada. Tras realizar la liberalización de los tipos de interés, la capacidad administrativa de los bancos de los países en desarrollo no era mucho mayor. Como no había fuertes controles de capitales, los bancos internacionales tenían mucha influencia en la economía nacional y el impacto de las crisis internacionales fue mucho mayor.

El caso de la crisis económica de 1998 en Rusia, fue bastante semejante. El país presentaba un sistema financiero bastante liberalizado con pocos controles de capitales, lo que lo volvió altamente dependiente del entorno internacional. Debido al ambiente de inestabilidad que vivía la economía mundial, se afectó la economía interna, aumentando para finales de 1998 la tasa de interés interna a muy altos

niveles, en busca de evitar la fuga de capitales del país a cambio de mayores rendimientos brindados al capital. Esto unido a un sistema bancario muy débil y altos niveles de inflación en la economía, con una moneda que sufrió necesariamente una devaluación producto de estas situaciones (Feridum, 2004).

En Latinoamérica, Brasil fue uno de los países que sufrió gravemente la crisis financiera debido a la desregulación de sus tasas de interés. Desde finales de 1997, las tasas de interés debieron mantenerse altas para mantener los capitales en la nación, ya que el país se vio afectado por un ataque especulativo producto de la crisis internacional del momento. Esto en un ambiente de recesión interna, lo cual se agravó por las tasas reales exorbitantes que penalizaron seriamente la actividad económica e impidieron la reactivación de las inversiones productivas, ya muy modestas desde los años 80 (Ruiz, 2001).

Pero los inconvenientes de altos grados de desregulación del sistema financiero no se han notado únicamente durante el siglo pasado, desempeñando también un papel protagónico negativo en la crisis financiera de 2008. Es en Estados Unidos el país donde se inicia la misma, debido en gran parte al muy bajo nivel de controles existentes en el sistema financiero (Álvarez J. , 2013). La innovación, incentivó el desarrollo de complejas estructuras financieras sobre las que no se realizó una lectura adecuada de los riesgos subyacentes. Esta crisis afectó más seriamente a países con sistemas de tasas de interés liberalizados y altos grados de apertura de las Cuentas Capitales y Financieras.

En resumen, son muchas las diferencias que se presentan en las distintas experiencias de liberalización de los sistemas de tasas de interés, ya sea por la duración del proceso o por los cambios que trae esto a la economía. La mayoría de los países comenzaron disminuyendo los controles sobre las tasas poco a poco, hasta realizarlo casi totalmente. En varios agravaron o provocaron crisis en el sistema, lo cual acrecentó la situación recesiva de la economía y terminó en algunas ocasiones en la cancelación de lo hasta entonces realizado. En otros casos las transformaciones beneficiaron el funcionamiento del sistema financiero, estimulando el crecimiento y desarrollo económico.

Para alcanzar el éxito, sería necesario no solo garantizar unas condiciones óptimas de partida, sino también ejercer políticas complementarias durante el proceso de

desregulación que mitigaran los posibles daños. Una de ellas podría ser realizar un mayor control de capitales en la economía, que redujera la dependencia externa.

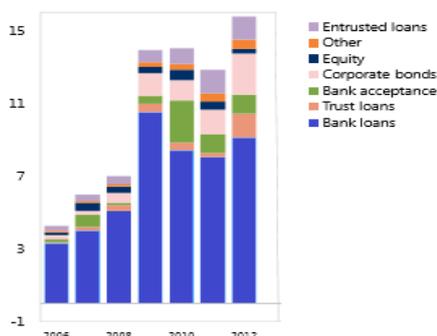
En el siguiente epígrafe se analiza la situación específica de China, en cuya economía se viene efectuando un extenso proceso de liberalización de tasas de interés que sigue en desarrollo en la actualidad. Aun cuando persisten marcadas diferencias en cuanto al nivel de desarrollo y profundidad del sistema financiero de Cuba y China, pueden identificarse algunos puntos de contactos. De esta forma, el caso de China se presenta como una excelente oportunidad para arribar a conclusiones que puedan utilizarse en el análisis de la realidad cubana.

En función de esto, en el siguiente epígrafe se describe el proceso de desregulación de las tasas de interés en dicha economía, así como los principales problemas del país para lograr la desregulación; finalmente se plantea brevemente qué resultados podrían alcanzar.

## **2.2: PROCESO EN LA REPÚBLICA POPULAR CHINA.**

Un análisis integral del proceso de la liberalización de las tasas de interés en China parte del reconocimiento de las principales características de su sistema financiero.

Una de las características del sistema es que los bancos comerciales públicos y los bancos con orientación política en su conjunto concentran entre el 70% y el 80% del capital total del sector financiero chino (Shingang, 2014). Además, la mayor parte de los saldos de financiación para inversiones se otorgan a través de préstamos bancarios como se muestra en el **Gráfico 2.1**, transformando a los créditos bancarios en una de las principales vías para garantizar el crecimiento económico.

**Gráfico 2.1: Total del Financiamiento Social en China (2006-2012)****(En trillones de renminbi)**

**Fuente:** Tomado de: Wei & Sampawende, China's Monetary Policy and Interest Rate Liberalization, 2014.

Aunque el sistema financiero fuera del sector bancario ha sido significativamente modernizado en los últimos 30 años<sup>30</sup>, la razón de que los préstamos bancarios tengan tanto peso en el sistema podría ser el aún bajo grado de desarrollo de los mercados financieros del país en comparación con otras naciones desarrolladas, lo que implica falta de instrumentos financieros que sustituyan o superen en rendimientos a los créditos bancarios.

Otra peculiaridad que favorece su estudio en esta investigación es la existencia de un gran nivel de segmentación de mercado en el país. Son substanciales las diferencias entre los prestamistas oficiales e informales, y también entre la capacidad de acceder a préstamos de los prestatarios estatales y privados. El mantenimiento de las tasas a niveles artificialmente bajos para mantener las actividades de las empresas estatales; junto con una gran porción de créditos directos otorgados por los bancos del estado a empresas de este mismo tipo, han traído dificultades a los ahorradores domésticos y a inversionistas para identificar el verdadero precio del capital.

Como resultado se ha distorsionado el comportamiento de la oferta y la demanda, desencadenando una controversial asignación de los fondos de inversión y una discriminación al sector privado.

<sup>30</sup> Por ejemplo, las bolsas de valores de Shanghai y de Shenzhen fueron establecidas en 1990 y 1991 respectivamente, y el Mercado Interbancario y el de onos también se han desarrollado desde finales de los 80s.

Indudablemente, las características abordadas hasta el momento dejan ver ciertas semejanzas con el panorama de la economía cubana. Es por ello que se considera pertinente el análisis del proceso de liberalización emprendido por las autoridades chinas, así como los potenciales resultados una vez culminado el mismo.

### ***Condiciones antes de emprender el proceso de desregulación de las tasas.***

Antes de emprender el proceso de liberalización de las tasas de interés, en la economía china se adoptaban medidas de planificación altamente centralizadas sobre el mercado financiero y los tipos de interés. Esas medidas no se correspondían con un mercado financiero cada vez más desarrollado, como el que se fue necesitando desde los primeros años de la reforma del sistema financiero.

El sistema financiero tenía muy poca eficiencia en la distribución de recursos, lo que se relacionaba con el mayor deseo de estabilidad de la economía sobre la búsqueda de la rentabilidad. Los recursos eran asignados a sectores estatales favorecidos a tasas muy preferenciales (Shingang, 2014). Existía un muy bajo grado de apertura del mercado chino y una gran desconexión de las instituciones financieras con los mercados financieros internacionales.

En aquel entonces la administración de tipos de interés no tenía el papel que tiene hoy, y se regulaban las tasas a través de un sistema de cuotas. Esto en parte consecuencia de que anterior a la década de los 80s, el People's Bank of China era aún un banco comercial, y la responsabilidad de administrar los tipos de interés no recaía bajo un único responsable (Pingfan, 2013).

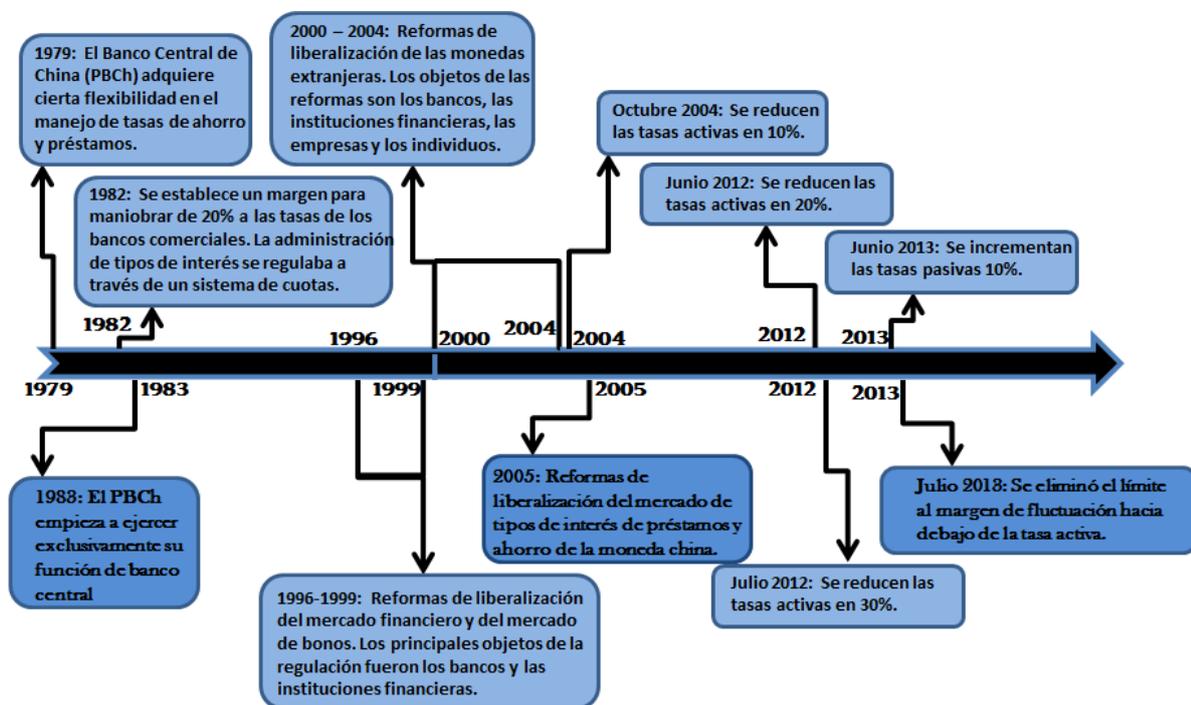
Por tanto, se inició una reforma sobre el sistema financiero para optimizar las estructuras de mercado en el país, y poder consolidar una economía capaz de insertarse e interactuar en el panorama internacional de forma imperante, acorde al crecimiento y desarrollo económico que se buscaba alcanzar.

### ***Proceso actual de liberalización de las Tasas de Interés.***

Tras la reforma realizada en 1978, la tendencia de la administración del tipo de interés en China se ha vuelto hacia una estructura flexible. Desde inicios de los 80s, China ha ido reformando gradualmente su sector financiero. A partir de los 90s, los bancos estatales han sido reestructurados orientándolos hacia un modelo de mercado. En el nuevo milenio, a los bancos extranjeros se les ha permitido una

mayor penetración en el mercado. Las tasas de interés se han vuelto considerablemente más flexibles, siendo los topes a las tasas sobre los depósitos la principal restricción restante (**Esquema 2.1**). Algunos pasos recientes incluyen la expansión del rango de flotación de las tasas de depósitos y préstamos a mediados de 2012, y la eliminación del piso a las tasas de préstamos en Julio de 2013 (Wei & Sampawende, 2014).

**Esquema 2.1: Evolución en el tiempo de la desregulación sobre las tasas de interés en China.**



**Fuente:** Elaboración propia a partir de: Shingang, Situación Actual de la Gestión de los Tipos de Interés, 2014.

Las fuerzas que impulsan a este extenso proceso de cambio en la conformación del sistema de tasas de interés en el país son principalmente dos: El rápido desarrollo de la economía privada china y los compromisos del país con la Organización Mundial del Comercio para la reforma del sector bancario.

Según (Lingang, 2001), los controles se eliminarán, pero para que funcione el programa de liberalización deben cumplirse una serie de condiciones. Entre estas se incluyen la estabilidad macroeconómica, recapitalización de los bancos, eliminación de créditos directos y políticas de préstamos, el establecimiento de

instituciones financieras seguras, y el desarrollo de la competitividad financiera (especialmente estimulando el desarrollo de los bancos no estatales). Todos estos problemas podrían ser la causa por la que el proceso de liberalización no se hubiese concretado totalmente a inicios de siglo.

El Banco Central de China (People's Bank of China) por su parte, ha reconocido la importancia de la tarea de liberalizar las tasas de interés, pero han sido precavidos sobre el ritmo de la reforma. Las principales barreras para concretar este proceso son un sector bancario débil, respaldado por muchos malos préstamos y por la escasez de una infraestructura financiera, carente de una supervisión bancaria eficiente. Además, resolver los problemas de los préstamos deficientes requeriría una mayor recapitalización de los bancos y empresas estatales, lo cual necesita tiempo. Sin embargo, el mantener los controles sobre las tasas de interés igualmente trae serias consecuencias, volviendo cada vez más necesario el proceso de cambio (Wei & Sampawende, 2014).

La necesidad de continuar con el proceso de liberalización del sistema de tasas de interés en el país responde a algunos problemas evidentes que existen en la economía china ocasionados por las regulaciones a las tasas. Estos problemas se definen a continuación en la **Tabla 2.3**:

**Tabla 2.3: Principales problemas de las Regulaciones a las Tasas de Interés.**

Problemas	Descripción del Problema
<p><b>La fragmentación del mercado financiero en China.</b></p>	<p>El límite máximo de las tasas de ahorro y el límite mínimo de las tasas de préstamos aún están fijos, lo que distorsiona el comportamiento de los prestamistas y prestatarios, y causa serios desbalances en el sector financiero.</p> <p>Existe una disparidad creciente entre la capacidad para adquirir financiamiento de las empresas propiedad del estado y las pequeñas y medianas empresas (Pymes). Las primeras se benefician de tasas de interés artificialmente bajas de los bancos estatales, pero las Pymes se ven obligadas a pagar tasas de interés más altas en el sistema bancario paralelo<sup>31</sup>, sin poder acceder en la mayoría de las ocasiones al financiamiento externo. Como para las empresas estatales es muy fácil acceder a los préstamos, pueden llegar a invertir de forma exagerada en activos de renta fija, y a especular en el sector inmobiliario y el mercado de acciones (Shingang, 2014).</p> <p>Desde el punto de vista de los bancos estatales, estos se han vuelto altamente frágiles debido a la gran cantidad de préstamos a tasas preferenciales y los altos costos operativos, los cuales distorsionan la asignación de los capitales y conllevan a</p>

<sup>31</sup> Las tasas activas de los bancos comerciales al sector no estatal son mucho más altas que las tasas preferenciales que reciben las empresas estatales. Estas últimas se encuentran muy cercanas a las tasas pasivas de los bancos comerciales.

	<p>pérdidas considerables. Los controles a las tasas han limitado la capacidad de los bancos en lo que respecta a las operaciones comerciales y han entorpecido la respuesta de los prestatarios a cambios en los precios, llevando a un altamente fragmentado sistema financiero.</p>
<p><b>Existencia de altos márgenes de intermediación financiera.</b></p>	<p>Aunque a lo largo del proceso de liberalización estos diferenciales han disminuido favorablemente, aún hay mucho en que mejorar. Antes el margen de intermediación era fijo y alto, alrededor de un 4%. Para lograr ganancias, el banco solo necesitaba captar ahorros y brindar créditos, por lo que las instituciones financieras no se esforzaban tanto en innovar y obtener clientes.</p> <p>Los diferenciales entre las tasas de interés de depósitos y las de los créditos, aún se traducen en beneficios monopólicos para los bancos comerciales. Los diferenciales de 3% que los bancos chinos están disfrutando en sus márgenes de intermediación se siguen considerando niveles altos para aspirar a alcanzar los objetivos deseados. Esta situación tan favorable para ellos perjudica la competencia entre las instituciones financieras deprimiendo la calidad de sus servicios, además de que frena la especialización de los bancos en búsqueda de nuevas vías para obtener ganancias.</p> <p>A pesar de ello, las transformaciones han influido en que los bancos comerciales ya estén empezando a hacer negocios específicos (especializarse) de acuerdo con sus respectivas características (Shingang, 2014). La disminución de los márgenes de intermediación podría ser uno de los motivos por la que la razón de los créditos bancarios sobre el total del financiamiento en el país haya disminuido en los últimos años, como muestra la <b>Gráfica 2.1</b>.</p>
<p><b>Las tasas reales de ahorro son muy bajas, e incluso negativas.</b></p>	<p>Con el interés de estimular la economía para facilitar el acceso al crédito se han reducido las tasas activas, y para ello ha sido necesario también reducir las pasivas. Como consecuencia, el crecimiento de la tasa de ahorro es menor que el crecimiento de los precios de los productos, lo que promueve el crecimiento de la <i>banca en la sombra</i><sup>32</sup>. El crecimiento de la banca en la sombra resta eficiencia a las políticas de administración del tipo de interés del People's Bank of China. La banca en la sombra es hoy uno de los riesgos financieros mayores que tiene el país.</p> <p>En el caso especial de China, se ha deprimido el ahorro mediante tasas pasivas bajas para poder brindar a empresas estatales préstamos a tasas favorables (no ocurre así con las Pymes). Pero con el crecimiento económico experimentado, se ha realizado una liberalización de precios de materiales de producción y otras mercancías (Shingang, 2014). Sería necesario equilibrar esta subida de precios con aumentos en las tasas de ahorros que mantuvieran las tasas reales positivas.</p> <p>Las bajas tasas de interés sobre los depósitos incentivan a los ahorradores, en especial las familias, a invertir en activos fijos, en lugar de dejar su dinero en el banco. Esto afecta la capacidad de captación de dinero de los bancos comerciales y consecuentemente la oferta disponible de créditos. Como consecuencia existen sectores con exceso de inversión (siendo la burbuja inmobiliaria el ejemplo más destacado), mientras otros cuentan con escasos recursos. Este efecto no se ha agravado a mayores niveles debido a que la pobre cultura financiera de la población china no ha permitido interiorizar totalmente el problema, existiendo una gran preferencia por el ahorro en el sector de los hogares en el país.</p>

**Fuente:** Creación propia a partir de bibliografía consultada.

<sup>32</sup> *Shadow banking*, es la banca especializada en operaciones que figuran fuera de la hoja de balance de las instituciones financieras, cuyo fin fundamental es evadir las regulaciones impuestas principalmente por parte del banco central.

Además de estos problemas internos mencionados, China también encontraba la urgente necesidad de completar los términos que le solicitaba la Organización Mundial del Comercio desde inicios del milenio, lo cual ha influido en agilizar el proceso de desregulación de las tasas. Su compromiso de abrir el sector financiero a la competencia externa para permitir a las instituciones extranjeras manejar las transacciones en distintas monedas (renminbi y monedas extranjeras), ha sido otro de los motivos que impulsaron esta delicada transformación (Lingang, 2001). Su concreción favorece el desarrollo de un sector bancario no estatal que mejore el financiamiento al sector privado.

### ***Posibles resultados de una liberalización de las Tasas de Interés.***

Si se concretase finalmente la desregulación del sistema de tasas de interés, se obtendrían muchos beneficios. Con la liberalización se podrían sentar bases firmes para la flotación de la tasa de cambio del renminbi<sup>33</sup>, se fortalecerían los mercados financieros, y se lograría una mayor apertura de las cuentas de capital y financieras chinas. Esta es definitivamente una condición previa para una posible adopción del renminbi como moneda internacional de reserva, objetivo que el país busca con ansias en la actualidad para fortalecer su posición en el mercado internacional (Pingfan, 2013).

Las pymes y las familias con ahorros netos son los que más se beneficiarían de la liberalización de las tasas de interés. En el caso de los primeros porque enfrentarían condiciones más igualadas con otras empresas a la hora de adquirir financiamiento, mientras que los segundos obtendrían mayores intereses por sus depósitos que permitiría incrementar el consumo futuro. Se impulsaría así al sector privado emergente y se aumentaría la oferta de crédito.

Además, al igualar las condiciones de los bancos estatales y privados en el sistema (junto a mayores facilidades a la participación de instituciones financieras extranjeras), se crearía más competencia por captar clientes. Entonces las instituciones necesitarían ofrecer mejores y más variados productos financieros;

---

<sup>33</sup> El renminbi se encuentra actualmente en un proceso de internacionalización producto de su mayor utilización. Ya se considera una moneda clave por el peso que tiene China en el comercio internacional, sin embargo esa capacidad productiva no tiene un reflejo paralelo en cuanto al nivel de desarrollo de su sistema financiero. Se usa fundamentalmente con fines comerciales, aún no es considerado un activo de reserva.

resultando sin duda en una mejor asignación de capital y una optimización de la estructura económica.

A pesar de lo anterior, también se vislumbran algunos impactos negativos pues en caso que finalmente se completara la liberalización de las tasas, China no sería la excepción en cuanto al incremento posterior de sus tasas nominales. Debido al problema existente entre las bajas tasas de ahorro actuales y la subida de precios de los productos, el mercado corregiría estos imperfectos aumentando ambas. Tal resultado dificultaría el acceso al crédito y llevaría a la quiebra a las empresas estatales no rentables. Además, se dispararían mucho más los montos de la deuda pública indexados a tasas variables, siendo preocupantes los montos de gobierno central y de gobiernos locales que ascienden a cerca del 60% del PIB (Shingang, 2014).

Por otra parte, los bancos comerciales estatales que hasta el momento habían jugado el papel de más favorecidos, encararían nuevos desafíos. Si se redujesen los márgenes de intermediación como plantean los defensores de la desregulación de las tasas de interés, los altos rendimientos de los bancos podrían disminuir, desapareciendo los menos eficientes y creándose un nivel de especialización de la banca muy superior.

Tal como fue definido en el marco teórico, un proceso de desregulación de las tasas de interés y de los mercados financieros incrementa la dependencia de los países al entorno internacional. En este sentido, China no quedaría exenta de ello una vez que culmine el proceso. La presencia de más instituciones financieras internacionales y de nuevos instrumentos financieros, expondría en mayor medida al país a los efectos de crisis internacionales.

A la misma vez, si no se mantiene un control estricto del comportamiento de las instituciones en el sistema financiero, estas pueden volverse descuidadas y recaer en prácticas que perjudiquen la situación interna de la economía<sup>34</sup>.

En este contexto liberalizado, el instrumento fundamental de política monetaria por parte del Banco Central de China pasaría a ser las Operaciones de Mercado Abierto, fortaleciéndose su uso sobre el Encaje Legal. En el presente, el Encaje

---

<sup>34</sup> Un ejemplo clásico sería lo ocurrido en Estados Unidos que desencadenó la crisis de 2008, donde se vendieron gran cantidad de activos tóxicos que afectaron la estabilidad del sistema financiero.

Legal es muy utilizado para regular la capacidad de préstamo de cada banco, pero no afecta de forma directa las tasas de préstamos interbancarios. Con la liberalización su uso disminuiría, dando casi todo el peso a las OMA's en la realización de las políticas monetarias, pues influyen de forma más directa sobre las tasas de interés y permiten a las autoridades monetarias manejarlas de acuerdo a la situación determinada.

Podemos concluir entonces que, en estos más de 20 años del proceso de liberalización de los tipos de interés en el país, han ocurrido dos crisis mundiales y han acechado varios riesgos internos. Es destacable que frente a la crisis el gobierno relajó el ritmo de crecimiento de la liberalización del mercado. Esto indica que en la reforma financiera hay que mantener el equilibrio dinámico entre la estabilidad de la economía del país y la eficiencia del sistema financiero (Shingang, 2014).

La incompatibilidad que presentaba el sistema financiero al inicio del proceso con la transformación que se buscaba alcanzar, ha conllevado a que este haya tomado un tiempo bastante largo. En el período transcurrido se han solucionado problemas importantes, como el establecimiento de una única autoridad monetaria en el sistema o un mayor desarrollo de los mercados financieros, pero aún restan detalles por corregir. La tardanza para concluir el proceso saca a relucir nuevos inconvenientes, siendo el caso de las tasas reales de captación cada vez más negativas, consecuencia del aumento de la inflación en el sistema mientras que las tasas pasivas nominales se encuentran limitadas.

Indudablemente, la situación del gigante asiático ha sido crucial para desarrollar hipótesis sobre el proceso que deba emprenderse en Cuba. No obstante, se considera pertinente abordar las experiencias de Venezuela y Bielorrusia en aras de hacer un análisis más integral del asunto.

### **2.3: CASOS DE ESTUDIO DE VENEZUELA Y BIELORRUSIA.**

No es motivo de azar que estas dos naciones sean elegidas particularmente para analizar sus procesos de liberalización financiera. Sus semejanzas específicas con Cuba son el factor que conllevó a que se profundice en ellas en este epígrafe. Venezuela fue escogida en primera instancia por ser un país latino, con cercanías a

Cuba, con un desarrollo de los mercados financieros relativamente bajo. Además, los contratiempos que sufrió su proceso de liberalización en los años 80s y 90s pueden servir de ejemplo para el caso cubano.

Por su parte, Bielorrusia proviene de un modelo socialista, siendo uno de los ex integrantes de la Unión Soviética. Sus semejanzas en los mecanismos económicos, mayormente planificados y con alta intervención del estado en la economía; junto a los resultados de no haber realizado aún una liberalización sobre su sistema de tasas de interés, son elementos que acercan esta experiencia al caso de Cuba.

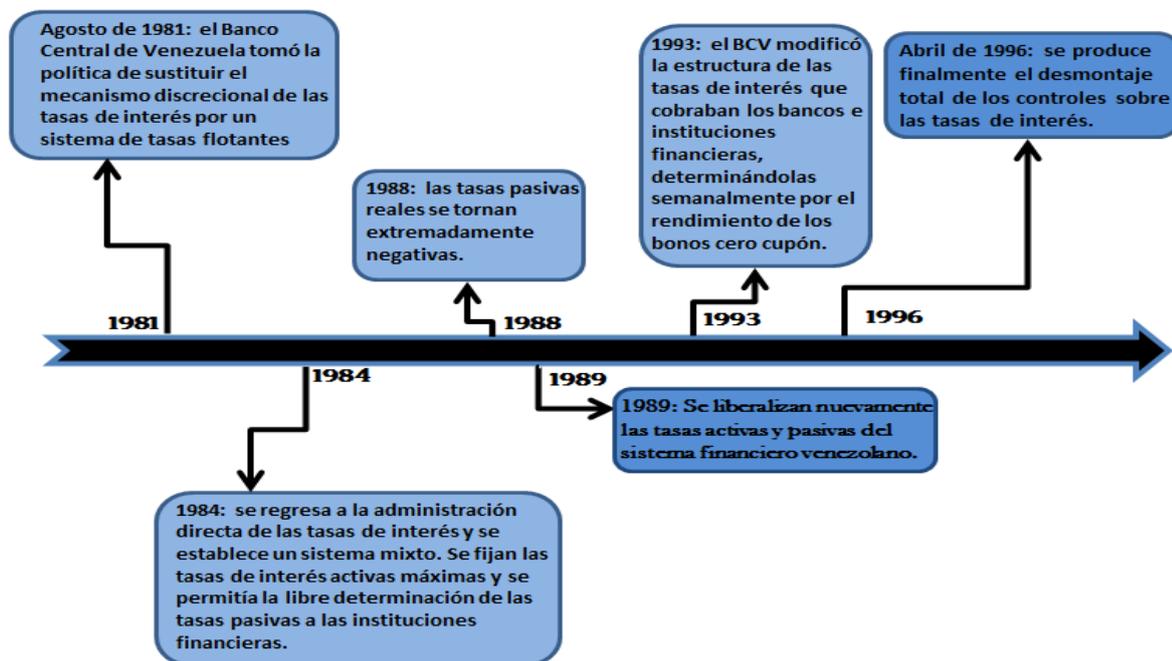
### **2.31: EXPERIENCIA EN VENEZUELA.**

La situación que atravesó Venezuela durante las últimas décadas del siglo pasado en la desregulación de sus tasas de interés, reafirma lo complicado que puede volverse este proceso cuando no están creadas las condiciones óptimas para alcanzarlo.

En Venezuela existían desde los años 60s, controles sobre las tasas de interés para mantenerlas a bajos niveles, e impulsar la inversión a través de mayores facilidades de acceso al crédito para las empresas y las personas naturales. Las leyes de 1960 y de 1974 amplían aún más este concepto al referirse a la facultad de fijar tasas máximas y mínimas por el banco central para distintas operaciones activas y pasivas de las instituciones bancarias (Parra L. , 1996).

A inicios de los 80s, se comienza un proceso varias veces interrumpido de flexibilización de las tasas de interés en Venezuela. El hecho de que el mercado financiero había alcanzado un grado de desarrollo que hacía inoperante el sistema de tasas de interés administradas, el estímulo que se le imprimiría al ahorro y a la competencia interbancaria, y la liberación del banco central de las presiones a que estaba sometido cada vez que tenía que proceder a la fijación discrecional de las tasas de interés, fueron algunas de las razones que impulsaron el inicio del proceso desregulador (Parra L. , 1996).

**Esquema 2.2: Evolución en el tiempo de la desregulación sobre las tasas de interés en Venezuela.**



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

El **Esquema 2.2** muestra las acciones realizadas en Venezuela durante las últimas dos décadas del siglo pasado en la liberalización de sus tasa de interés. **En agosto de 1981, el Banco Central de Venezuela tomó la política de sustituir el mecanismo discrecional de las tasas de interés por un sistema de tasas flotantes**, que pasan a ser fijadas por el mercado financiero, pero que pueden ser objeto de control indirecto por parte de las autoridades monetarias.

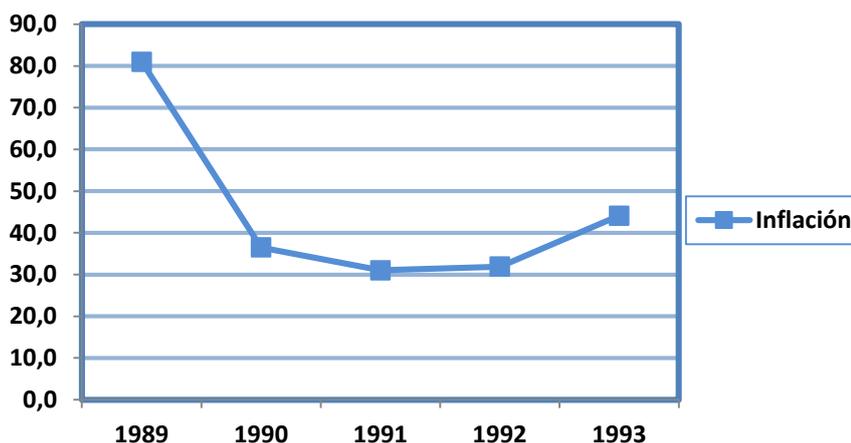
Este primer intento a inicios de la década fracasa consecuencia de los aumentos desmesurados que experimentaron las tasas activas y pasivas, motivo de los altos niveles de inflación que presentaba la economía desde ese momento. Como consecuencia, **en 1984 se regresó a la administración directa de las tasas de interés y se establece un sistema mixto**, mediante el cual la autoridad monetaria determinaba las tasas de interés activas máximas y se permitía la libre determinación de las tasas pasivas a las instituciones financieras (Parra L. , 1996).

Al mantener esquemas de intercambio poco flexible en los mercados financieros, se generó a finales de los 80s tasas de interés que no guardaban concordancia con la evolución de los precios de la economía. Estos desequilibrios se agudizaron en

1988 cuando las tasas reales fueron extremadamente negativas, lo cual desestimuló el ahorro interno, promovió la fuga de capitales<sup>35</sup> y distorsionó la asignación de los recursos.

En respuesta, la **nueva flexibilización de las tasas de interés en 1989** produjo otra vez, como era de esperarse, un incremento considerable tanto de las tasas activas como pasivas, con nuevos efectos perversos para la economía venezolana. Tal reacción consecuencia de la persistencia del ambiente inflacionario, problema que no fue solucionado antes de volver a acometer el proceso. La tasa de inflación, durante el periodo estudiado, fue elevada y constante como muestra el **Gráfico 2.2**. La tasa activa promedio de la banca comercial pasó de 12.69% en 1988, a 60.83% en 1993; y la pasiva se elevó de 8.95% a 51.84% (Parra L. , 1996).

**Gráfico 2.2: Niveles de Inflación en Venezuela 1989-1993**



**Fuente:** *Elaboración propia a partir de:* Parra L. , Política Neoliberal en Venezuela, 1996.

Con respecto a esta política, (Parra L. , 1996) plantea: *"El argumento es inobjetable, pero de muy difícil consecución. Un nivel de tasas de interés positivas funciona o es factible que así ocurra cuando hay bajos niveles de inflación"*.

El aumento de las tasas pasivas estimuló un mayor nivel de ahorro financiero de la población. Ciertamente, las captaciones totales del sistema financiero en 1992 fueron 4.25 veces superiores a las obtenidas en 1988. En cuanto a los efectos de las tasas de interés sobre el ahorro total, este fue muy modesto, si no indeterminado (Parra L. , 1996). Esto como resultado de que las personas sí

<sup>35</sup> El alto grado de apertura de la Cuenta Capital y Financiera en el país es un factor muy delicado a la hora de extraer conclusiones sobre este caso, pues lo vuelve muy volátil respecto al comportamiento de los flujos de capitales, y por ende de la economía internacional.

depositaban más en cuentas de ahorro, pero las empresas se veían afectadas, disminuyendo su ahorro al bajar su rentabilidad y aumentar el costo que para ellas representaba el servicio de su deuda neta.

Uno de los resultados más desfavorables, derivado de esta política de flexibilización de las tasas de interés, se centra en haber provocado un clima de especulación sin precedentes en el país, fortaleciendo la mentalidad rentística. De esa manera creció la economía financiera, pero con fuertes daños a la economía productiva.

El estancamiento de la actividad crediticia agravó aún más la contracción de la economía productiva y del potencial de producción. Miles de empresas fueron a la quiebra. A la agricultura y la industria manufacturera les era imposible soportar el costo del dinero. La carrera competitiva generada por la liberación de las tasas de interés condujo a la inestabilidad económica y al estancamiento, beneficiando fundamentalmente a los especuladores.

También fue particularmente llamativo el comportamiento de los márgenes de intermediación financiera en Venezuela tras esta nueva desregulación, por distancia los más amplios de Latinoamérica en la década de los 90s, y con un posterior crecimiento tras la crisis financiera de 1994-1995 (Mendoza, 2003).

Con el objetivo de disminuir los márgenes de intermediación, facilitar la eficiencia, y promover la convergencia de las tasas de interés internas con las internacionales; a inicios de los 90s el país implementa algunas transformaciones para complementar las desregulaciones sobre las tasas. Venezuela se mueve hacia un sistema multibancario e incrementa significativamente la participación privada foránea con la nueva Ley Bancaria de 1994<sup>36</sup>. Sin embargo, la intermediación financiera no mejoró ni disminuyeron los márgenes, contrariamente a lo que dicta la corriente de liberalización financiera.

Según (Mendoza, 2003), los márgenes de intermediación financiera se mantuvieron a niveles menores (aunque igualmente altos) antes de que la liberalización financiera de finales de los 80s tuviera lugar. Estos spreads comenzaron a

---

<sup>36</sup> Mayor cantidad de bancos en el sistema, y principalmente de bancos extranjeros, estimula la competitividad dentro del sistema bancario, lo que obliga a las instituciones a disminuir sus márgenes de intermediación para poder luchar por cuotas de mercado.

aumentar en el primer trimestre de 1989 tras el anuncio de la liberalización financiera en el país.

Ya en la segunda mitad de la década de los 90s, la economía venezolana siguió experimentando altos niveles de inflación y una mayor exposición a riesgos de shocks macroeconómicos. Además, el sistema financiero venezolano se encontraba pobremente capitalizado, y necesitaba grandes sumas de capital como consecuencia de la crisis y de las fuertes regulaciones prudenciales.

Con la inflación aún alta, las tasas de interés permanecieron elevadas, con pocas posibilidades de disminuirlas. Ocurrió que al bajar el rendimiento del dinero debido a que las altas tasas encarecían los créditos y afectaban el consumo y la inversión, los inversionistas prefirieron comprar dólares; y al aumentar la demanda de esa divisa, se impulsó la elevación de la tasa de cambio devaluando la moneda venezolana<sup>37</sup>. Esto incidió, dada la estructura económica del país, en una inflación mucho mayor, pues disminuyó el poder adquisitivo de la moneda nacional, encareciéndose los precios de los bienes y servicios. Pero como el objetivo era lograr tasas reales positivas, forzosamente aumentó la tasa de interés respondiendo las leyes del mercado, agravando aún más la situación. De esa forma surgió lo que ha dado en llamarse la "trampa financiera" (Parra L. , 1996).

A partir del **15 de abril de 1996 finalmente se produjo el desmontaje total de los controles sobre las tasas**<sup>38</sup>, pasando a una fuerte estrategia de desregulación financiera, comercial y económica. En consonancia con esa postura, se acordó por las autoridades monetarias la liberación de las tasas de interés activa y pasiva del sistema financiero.

El Banco Central de Venezuela abolió los topes en las tasas de interés activas y el mínimo de la tasa de interés por depósitos, permitiendo la libre determinación por el mercado. A pesar de la medida, mantuvo la capacidad de ajustar de ser necesario las tasas de interés para apoyar la política cambiaria y alcanzar los objetivos de reservas internacionales programados (Parra L. , 1996).

---

<sup>37</sup> Al aumentar la demanda de dólares las autoridades monetarias deben disminuir sus reservas internacionales. Si disminuyen sus reservas es necesario devaluar la moneda nacional, pues existe una menor cantidad de divisas para respaldarla.

<sup>38</sup> Para ese entonces los límites a las tasas estaban fijados sobre el rendimiento nominal de títulos de estabilización (TEM) colocados a plazo de noventa días, a los que se les agregaba un diferencial extra dependiendo las tasas activas o pasivas, en el año 1994 (Parra L. , 1996).

En resumen, Venezuela vivió una situación complicada para alcanzar la total desregulación de sus tasas de interés. La situación macroeconómica desfavorable del país durante los años que ejecutaron este proceso alargó su duración, revirtiendo los avances más de una vez.

El alto nivel de movilidad de los capitales que presentaba el país también fue un factor importante en los resultados alcanzados, pues trajo efectos negativos sobre la economía productiva y agravó aún más los niveles de inflación. Es un ejemplo claro de los inconvenientes que trae apresurar un cambio tan importante como este sin haber creado las condiciones propicias, y a la misma vez los problemas que conlleva retrasarlo mucho tiempo.

Finalmente, el caso de Bielorrusia que se abordará seguidamente, con notables diferencias a la situación de Venezuela, aportará un último punto de vista sobre el polémico tema de la liberalización del sistema de tasas de interés.

### **2.32: DESARROLLO DEL PROCESO EN BIELORRUSIA.**

El atípico proceso que ha ocurrido en Bielorrusia en la formación de su sistema de tasas de interés, hace necesario su análisis en este trabajo. Este país, perteneciente en su momento al ya desintegrado campo socialista, no ha completado aún la desregulación de sus tasas de interés. De hecho, según (Lis & Koliadina, 2012), son uno de los países de menos nivel de liberalización de las tasas de interés en su región<sup>39</sup>. Sin embargo, a pesar de los múltiples problemas que está presentando esta decisión, es de destacar que han mostrado un crecimiento económico bastante constante de los 90s hacia acá, con altas tasas de inversión sobre su Producto Interno Bruto (PIB) que garantizan el desarrollo futuro.

A partir del derrumbe del campo socialista, se pueden definir tres etapas en el proceso de transformación del sistema financiero en Bielorrusia. La primera desde 1991 a 1993, en la cual se buscó mantener la estructura del sistema financiero, pues según las autoridades de la nación, no se encontraban preparados para un cambio radical ni una transformación económica. El mantener subsidiado precios del petróleo y de la gasolina en ese tiempo ayudó a evitar el declive inicial en la

---

<sup>39</sup> En comparación con los procesos extremos de liberalización realizados por otros países de la región, presentan uno de los más bajos niveles. Pero si han realizado desregulaciones, aunque hayan sido limitadas.

producción típico de los países de la región, pero no previno la recesión de los años 1993-1994.

La segunda entre 1994 y 1995, donde se realizaron algunas reformas en los mercados financieros. Se alcanzaron tasas de interés reales positivas y se redujeron los requerimientos de reservas a los bancos comerciales. Estas medidas ayudaron a reducir la inflación para 1996 y restauraron la credibilidad del rublo, aunque incrementaron los valores de las tasas de interés nominales. Como consecuencia de la subida de las tasas, se afectó la situación económica en el país, disminuyendo los estándares de vida de la población.

De 1996 al 2002 se reimplantaron nuevos controles para preservar el modelo económico bielorruso y mejorar el panorama económico. El presidente Alexander Lukashenko revirtió las reformas alcanzadas, aumentando la represión financiera. Con el establecimiento de controles administrativos sobre las tasas de interés y la reubicación de los recursos por el estado, se buscaba mantener las empresas estatales a flote e impulsar la producción a través del estímulo a la demanda agregada (Korosteleva & Lawson, 2009).

En 1996 se restablece el control del estado sobre el sistema bancario que había sido parcialmente liberalizado. Como el gobierno asignó al sistema bancario el rol central de mantener el modelo económico bielorruso, detuvieron las reformas bancarias anteriores y reforzaron el control estatal. La renacionalización de bancos especializados, la subordinación del Banco Nacional de Bielorrusia al gobierno, y la implantación de un monopolio estatal convirtió al sistema bancario en una herramienta de control.

El sector estatal pasa así a controlar el 90% del total de los activos, el 90% de los préstamos a las empresas, casi el 100% de los préstamos a los hogares, y el 77% del total del capital bancario (Korosteleva & Lawson, 2009). Esto ocurrió en un sistema con mercados financieros muy poco desarrollados, donde las finanzas estaban basadas principalmente en los créditos bancarios.

Como las autoridades del país conocían el efecto negativo sobre la producción de tasas de interés altas, el gobierno establece un control administrativo sobre las tasas de interés para abaratar los recursos de los bancos para las empresas. Estas ideas llevaron a la implementación de las cuatro principales políticas de represión

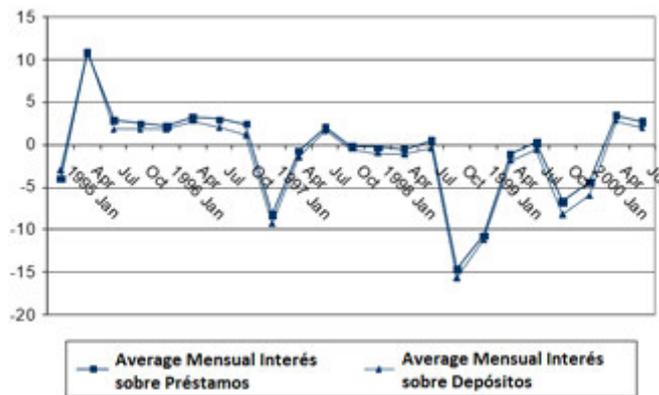
financiera que juntas formaron el centro de la estrategia de desarrollo económico en Bielorrusia. Ellas fueron: créditos directos y préstamos preferenciales a sectores claves, altos requerimientos de reserva a los bancos comerciales, tasas de interés reales negativas, y múltiples tasas de cambio.

La mayoría de los mecanismos de control sobre las tasas de interés en el sistema bielorruso eran mecanismos de-facto, no explícitos de manera legal, lo que limita mucho la información disponible sobre ellos en registros oficiales. La base de datos que contiene la mayoría de los registros de regulación bancaria presenta alguna información fragmentada en el uso de mínimos sobre las tasas de depósitos, controles a los márgenes, y topes a las tasas de préstamos (Korosteleva & Lawson, 2009).

Los topes a las tasas de interés a los préstamos de los bancos comerciales se mencionan directamente en el Código Bancario del Año 2000. El documento establece que *“hasta que el mecanismo de mercado de la regulación económica presente un funcionamiento óptimo, el Banco Nacional de Bielorrusia tiene el derecho de realizar una política temporal de imposición de topes a las tasas de préstamos sobre créditos directos y sobre préstamos de los bancos comerciales al sector real”*. También plantean que *“En casos excepcionales el Banco Nacional de Bielorrusia tiene el derecho de establecer máximos/mínimos a las tasas de interés de préstamos de los bancos comerciales, en sus operaciones con individuos e instituciones legales”* (Korosteleva & Lawson, 2009).

De hecho, muchas de las instrucciones que regulan las tasas de interés, aparecen en forma de “recomendaciones orales” y de documentos escritos para uso interno del Banco Nacional de Bielorrusia. Gran parte de la información de los topes a las tasas de interés, particularmente a las tasas de préstamos, es confidencial. En ausencia de información relevante sobre estos controles, los datos de los niveles reales de las tasas de interés son útiles en la evaluación del grado de represión de las tasas de interés (Korosteleva & Lawson, 2009).

**Gráfico 2.3: Tasas Reales de Préstamos y Depósitos  
Promedios Mensuales**



**Fuente:** Tomado de: Korosteleva & Lawson, The Belarusian Case of Transition: Whither Financial Repression?, 2009.

Como no existía evidencia de topes a las tasas de interés sobre los depósitos bancarios, el **Gráfico 2.3** es de gran ayuda para comprender la situación de estas tasas; analizando los topes a los intereses sobre los préstamos. Como los bancos estaban obligados a brindar préstamos a bajas o hasta negativas tasas de interés reales, o a invertir en Bonos del Gobierno igualmente con bajos retornos, no tenían más remedio que ofrecer rendimientos comparables en los depósitos. Así, bajo un régimen de-facto de controles sobre las tasas de interés a los préstamos, las autoridades decidieron imponer un piso a los depósitos en 1996 para evitar que se tornaran excesivamente bajas.

Tradicionalmente los préstamos preferenciales fueron canalizados a tasas de interés que variaban entre un quinto y un medio de las tasas comunes. Las tasas de interés reales de préstamos fueron mayoritariamente negativas y no podían cubrir los costos en que incurrían los bancos. Los pagos de los intereses solo eran pagados ocasionalmente, y muchas veces no se pagaban. Préstamos excepcionales eran raramente recuperados, y eran considerados deudas potenciales malas (Lis & Koliadina, 2012).

Estos inconvenientes, creados a partir de la intención del estado bielorruso de mantener el sector real de la economía a flote, conllevaron a que se drenaran gran parte de los recursos financieros de los bancos. Se explica porque muchos préstamos no eran pagados de vuelta, y la inflación afectó el valor real de los depósitos bancarios y el capital, desencadenando en serios problemas de liquidez.

La oferta disponible de créditos disminuyó porque los depósitos bancarios se vuelven menos atractivos, al brindar intereses por debajo de los niveles de inflación en el sistema, o sea, presentando tasas de interés reales negativas y obteniéndose entonces menos captaciones de ahorro.

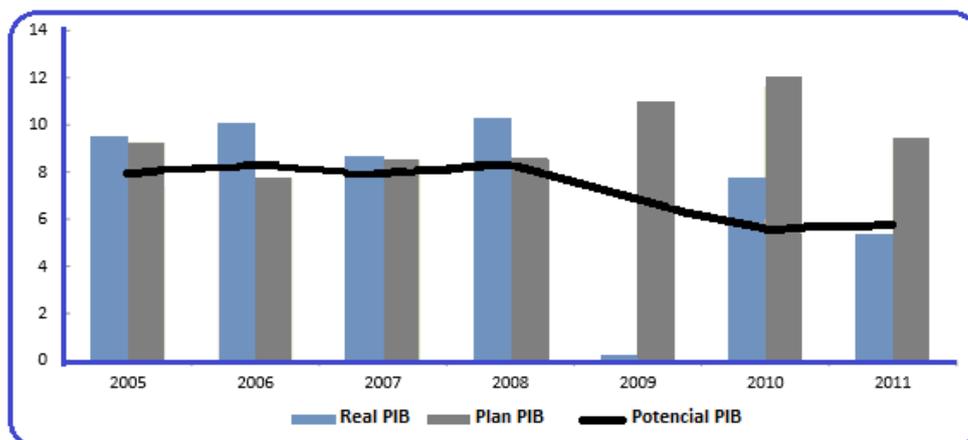
Además, el financiamiento prioritario a empresas estatales inestables conllevó a problemas de selección adversa y riesgo moral. El acceso al crédito para aquellas empresas dispuestas a pagar una tasa competitiva se afectó por los problemas de liquidez y la baja capitalización del sector bancario. Al mismo tiempo, las empresas estatales, creyendo correctamente que era demasiado importantes para quebrar, tomaban préstamos bancarios abiertamente, muchas veces fallando en sus devoluciones y tomando nuevos préstamos para mantenerse activas.

Dichas empresas estatales se tornan menos eficientes y productivas que las empresas privadas, pues usualmente presentaban inconvenientes con el presupuesto, estaban menos motivadas a desarrollar sus medios de producción con nuevas tecnologías, y no presentaban altos niveles de empleo. Esta situación se convierte en un freno para el desarrollo del sector privado.

Según (Lis & Koliadina, 2012), para incentivar al mayor desarrollo del sector privado es esencial fomentar la competitividad, liberalizar los precios y eliminar los tratos favorables por parte del gobierno, lo que alcanzaría una más eficiente asignación de los recursos. La total desregulación afectaría positivamente la economía bielorrusa en este sentido, liberalizando el uso de los recursos, fortaleciendo la competitividad, y reforzando la disciplina de las fuerzas del mercado.

En síntesis, hay que resaltar el éxito que tuvo el país en impulsar la producción mediante topes a las tasas de interés que las convertían en tasas reales negativas. Se ha logrado un crecimiento económico bastante sostenido, como muestra el **Gráfico 2.4**, aunque son varios los problemas macroeconómicos que vive la nación por los controles implantados sobre las tasas, que tarde o temprano deberán ser eliminados.

**Gráfico 2.4: Crecimiento del PIB en Bielorrusia de 2005-2011.**  
En puntos porcentuales (%)



**Fuente:** Tomado de: Lis & Koliadina, Republic of Belarus: Selected Issues, 2012.

Esta política de controles sobre las tasas ha contribuido a transformar a buena parte de las empresas estatales en instituciones ineficientes e irresponsables, ha disminuido la oferta de crédito en el sistema, afectándose principalmente el sector privado emergente. Además, ha conllevado a que el sector financiero opere con ineficiencia, principalmente en lo referente a la asignación de recursos en la economía.

Finalizando entonces el análisis del último caso de estudio, es pertinente definir las conclusiones parciales que se han obtenido a partir de las experiencias abordadas.

### Conclusiones Parciales

- Mientras mayor desarrollo alcanzan los mercados financieros en el país, mayor es la necesidad de liberar las tasas de interés. Los mercados de Deuda pública, de Acciones y Bonos Corporativos, y de Derivados son mucho más dependientes del funcionamiento de las tasas de interés, por lo que impulsan a flexibilizar esta variable en la economía.
- La estabilidad macroeconómica es vital para realizar el proceso de desregulación de las tasas de interés. Con altos niveles de inflación, las tasas se elevarían si se rigiesen por el mercado, pues sería necesario alcanzar valores reales positivos para no desincentivar las captaciones de ahorros. No obstante, ello podría generar afectaciones sobre la demanda de créditos. De otro lado, mantener las tasas controladas al tiempo que se liberalizan los precios en la economía puede volver las tasas muy negativas.

- Las regulaciones distorsionan la asignación de recursos y provocan deficiencias en la intermediación financiera, mediante la aparición de actividades fuera de las hojas de balances de los bancos comerciales, conocida como Banca en la Sombra. No obstante, mantener regulaciones sobre las tasas para incentivar el crecimiento económico a través de créditos baratos para la inversión, puede ser factible en un país con la gran mayoría del sistema bancario de propiedad estatal, y un alto nivel de participación de las autoridades en la asignación de los recursos.
- No siempre la liberalización del sistema de tasas de interés disminuye los márgenes de intermediación financiera. Es necesario realizar conjuntamente políticas que estimulen la competitividad, permitiendo la entrada de bancos extranjeros al sistema que obliguen a disminuir los márgenes.
- No existe un período de tiempo idóneo para concretar el proceso. Cada país se toma el tiempo que necesite de acuerdo con la situación macroeconómica de su economía, sus objetivos de política, sus necesidades inmediatas y sus capacidades para concretar el accionar necesario.
- En la mayoría de los países en desarrollo y economías en transición ocurren crisis financieras al inicio de una liberalización de las tasas de interés. Esto sucede cuando no existen fuertes controles de capitales en la economía, y los bancos internacionales tienen mucha influencia en el sistema; aumentando el impacto de las crisis internacionales.

## **CAPÍTULO 3**

### **LAS TASAS DE INTERÉS EN LA ECONOMÍA CUBANA: UNA PROPUESTA PARA SU FLEXIBILIZACIÓN.**

Ante las nuevas transformaciones del sistema financiero cubano iniciadas a partir del VI Congreso del Partido en el año 2011, se evidencia la necesidad de reestructurar el sistema de tasas de interés en nuestra economía. El actual desarrollo de los mercados financieros en el país, consecuencia principalmente de la reciente creación de un Mercado Interbancario, es la principal causa de ello. Es por eso que en el este capítulo se pretende definir la pertinencia de emprender un proceso de liberalización de las tasas de interés en Cuba, así como las características y condiciones de dicho proceso, teniendo en cuenta el análisis de las experiencias internacionales realizado previamente.

Para ello, en la primera parte del capítulo se abordará la compleja situación del entorno monetario y financiero en el país. El segundo epígrafe del capítulo sintetizará el papel que viene jugando las tasas de interés en el sistema financiero hasta el momento, además de describir las recientes transformaciones en los mercados financieros del país.

Para finalizar, en la primera mitad del tercer epígrafe se propondrá qué tratamiento debe brindársele a las tasas de interés en el sistema financiero cubano, mientras que en la parte final serán definidas las transformaciones que serían necesarias realizar para complementar los cambios propuestos.

#### **3.1: PARTICULARIDADES DEL ENTORNO MONETARIO Y FINANCIERO CUBANO.**

El modelo económico cubano se caracteriza por un predominio de la planificación en la asignación de los recursos, aun cuando dicho esquema ha venido coexistiendo con relaciones monetario-mercantiles cada vez más abundantes. Debido a las condiciones *sui géneris* de la economía, no es posible aplicar totalmente la teoría convencional de la política monetaria para interpretar y resolver situaciones, siendo necesario utilizar derivados de dichas teorías para alcanzar soluciones adecuadas al país.

Un análisis integral del sistema de formación de tasas de interés en Cuba, supone el manejo de información concerniente a la actividad del Banco Central de Cuba (BCC) y el resto del sistema bancario, lo que precisa el conocimiento de las peculiaridades del entorno monetario y financiero en el que operan dichas instituciones.

### **3.11: ENTORNO MONETARIO CUBANO.**

El entorno monetario cubano se encuentra fuertemente marcado por la existencia de una dualidad monetaria y cambiaria, así como una segmentación de mercados por monedas y por agentes económicos. Asimismo, se evidencia muy poco desarrollo de los mercados financieros, con una estrecha oferta de instrumentos de pago y de ahorro, y muy pobre participación del crédito (Bergara & Vilma, 2011).

Desde inicios del milenio, en Cuba coexisten dos monedas que son emitidas por el banco central: el peso cubano (CUP) y el peso convertible (CUC). A partir del 2003 las autoridades comenzaron un proceso de desdolarización institucional que dio paso a esta dualidad. Como resultado, la base y oferta monetaria doméstica es ahora bimonetaria, lo que introduce un nuevo enfoque analítico de sus fuentes e interrelaciones en los marcos del balance del banco central (Vilma & Perez, 2010).

La dualidad cambiaria por su parte, constituye una expresión dentro de la dualidad monetaria, que implica la existencia de dos tipos de cambio diferenciados, uno para el sector empresarial y otro para la población<sup>40</sup>. Estas diferenciaciones desencadenan en una segmentación de mercados, separando el acceso de la población y el sector estatal a los mercados de bienes, crédito y moneda. Las diferencias de los tipos de cambios del CUC y CUP en los distintos sectores provocan efectos perjudiciales en la asignación de los recursos<sup>41</sup>.

Asimismo, la existencia de marcos regulatorios diferenciados para cada uno de los sectores ha determinado que operen en condiciones diferentes. Los mercados estatales presentan la gran mayoría de los precios administrados, mientras que los no estatales forman precios de acuerdo a la oferta y la demanda. Por tanto, los

---

<sup>40</sup> El tipo de cambio para el sector de la población entre el CUC y el CUP es de 1 a 25, pero en el sector empresarial se utilizan otras relaciones, siendo la de 1 a 1 la más común.

<sup>41</sup> Esto funciona en el sistema como subsidios e impuestos implícitos entre sectores, cada vez que se realizan operaciones entre ellos que no obedecen a la relación 1 a 25.

aumentos de liquidez en la economía pueden crear presiones inflacionarias en los mercados no estatales, donde concurre mayormente el sector de la población.

Consecuencia de ello, la institucionalidad de la política monetaria en Cuba debe centrarse en el análisis de elementos como: los problemas de impagos en el sector empresarial, el alcance de los objetivos de la política monetaria; y la credibilidad de la autoridad monetaria y su influencia en las expectativas de los agentes (Lage & Enrique, 2016).

Los problemas de impagos de las empresas en la economía cubana constituyen financiamientos implícitos de las empresas más eficientes a las menos rentables, lo que supone una distorsión en la asignación de recursos y un lastre a la eficiencia del sistema productivo en general.

Respecto al enfoque de la política monetaria en Cuba, este está dirigido esencialmente al sector de la población. La política monetaria se ha centrado en este sector, donde operan mecanismos de oferta y demanda y los agentes tienen mayor autonomía para la toma de decisiones. Sin embargo, el desarrollo de la capacidad de la autoridad monetaria para regular la cantidad de dinero en circulación, exige una visión integral del equilibrio monetario, que incorpore el análisis de los flujos monetarios en el sector empresarial y presupuestado, así como sus interrelaciones crecientes con el sector de la población (Pérez, 2011).

Además, la existencia cada vez mayor de vasos comunicantes entre el sector estatal y el no estatal, producto de los cambios que se vienen implementando recientemente en la economía, complejizan mucho más el diseño de la política monetaria. El desarrollo del sector no estatal y su creciente interrelación con el sector estatal, agudiza el problema que respecta a la falta de control sobre el traspaso de los recursos de las empresas estatales hacia la población.

Respecto a la eficiencia de la política monetaria, son varios los canales de transmisión que no funcionan en el país. Sin embargo, debe destacarse que se han dado pruebas evidentes en los últimos años de la incidencia que tienen las expectativas en la economía<sup>42</sup> (Lage & Enrique, 2016).

---

<sup>42</sup> Las reacciones mostradas por los agentes se pueden encontrar sobre todo en el mercado cambiario de CADECA, cuyo comportamiento mostró cambios bruscos asociados a la reacción de las expectativas de la población al anuncio del inicio del proceso de unificación monetaria (Lage & Enrique, 2016).

Tan atípicas condiciones complican el funcionamiento de las tasas de interés en el sistema, pues la misma muestra valores diferenciados para cada sector y moneda. Esto impide que dicha variable refleje la verdadera situación que presenta el sistema financiero en general, además de que sus cambios afectarían de forma diferenciada a los agentes. A pesar de todo, el funcionamiento de las expectativas podría beneficiar el futuro desarrollo de canales de transmisión que se guíen por las tasas de interés, y reforzar así la transmisión de la política monetaria. En el **Anexo 1** se profundiza el rol que cumplen las expectativas en la transmisión de la política monetaria.

Por su parte, para alcanzar los objetivos finales de la política monetaria, las autoridades monetarias cuentan con pocos instrumentos efectivos, prevaleciendo la utilización de instrumentos directos de política.

Los instrumentos directos han tenido un papel mucho más importante en la realización de la política monetaria en Cuba, procediéndose a un control directo sobre la tasa de interés, del tipo de cambio de las dos monedas nacionales con las divisas (y entre ellas), y del crédito que los bancos comerciales otorgan a los agentes.

Dentro de ellos, el control de las tasas de interés es el que juega un rol fundamental en la administración del sistema de señales del mercado de créditos. Las tasas activas y pasivas fundamentales del sistema bancario son definidas centralizadamente por el BCC. Sin embargo, en la práctica, este instrumento consiste en limitar el establecimiento del precio de los productos financieros por las instituciones del sistema, puesto que la autoridad monetaria lo ha utilizado en pocas ocasiones con fines de política monetaria<sup>43</sup> (Lage C. , 2016).

Otro instrumento directo muy utilizado ha sido la emisión monetaria, mecanismo principal que ha brindado financiación al estado en el período del socialismo, aunque su uso ha disminuido en los últimos años<sup>44</sup>. Además, existe otro instrumento muy poco convencional, que es la venta de divisas al MINCIN por parte

---

<sup>43</sup> Una de las ocasiones utilizadas para realizar política monetaria ha sido en 2011 y 2012, que se reducen las tasas activas y pasivas como parte de las acciones para estimular la demanda de créditos en los nuevos actores económicos

<sup>44</sup> A partir de 2013, la mayor parte de la financiación al estado se realiza mediante Bonos de Gobierno, en detrimento de la emisión monetaria. Ello debido a las presiones inflacionarias que conlleva este último.

del banco central, con el objetivo de impulsar la circulación mercantil minorista, y que esto actúe como un mecanismo de control de la emisión (Colectivo de Autores, 2012).

Por su parte, el uso de los instrumentos indirectos, aunque ha sido impulsado en los últimos años, es bastante limitado hasta el momento debido al bajo desarrollo de los mercados financieros en el país. Existen en el sistema los servicios de ventanilla y los requerimientos de reserva, pero no se utilizan las Operaciones de Mercado Abierto.

Con respecto a los requerimientos de reserva, este instrumento no presenta un funcionamiento eficiente, principalmente por el exceso de reservas en el sistema y por las disparidades de liquidez que presentan los bancos. Las Operaciones de Mercado Abierto por su parte, han tenido en los Mecanismos de Esterilización Monetaria (MEMO) el instrumento que más se le asemeja, utilizándose este último para esterilizar las financiaciones que realiza el banco central a sectores que el estado necesite priorizar<sup>45</sup>.

En sentido general, las características que tipifican al entorno monetario, como la dualidad monetaria y la segmentación de mercados, complejizan la realización de políticas monetarias en el país. Ello consecuencia de la fijación de las tasas de interés en el sistema, lo que mantiene inactivos una buena cantidad de canales de transmisión. A la misma vez, la escasez de instrumentos indirectos dificulta el nivel de incidencia de las autoridades monetarias sobre las estructuras de mercado, pues son instrumentos más eficientes que los directos para este tipo de escenarios<sup>46</sup>. Estos aspectos se reflejan también en el funcionamiento del sistema financiero cubano, imprimiéndole determinadas particularidades que se abordarán próximamente.

### **3.12: SISTEMA FINANCIERO CUBANO.**

El sistema financiero cubano está caracterizado principalmente por: una débil estructura de mercado del sector financiero en correspondencia con una fuerte segmentación de la actividad bancaria; baja bancarización del sector de la

---

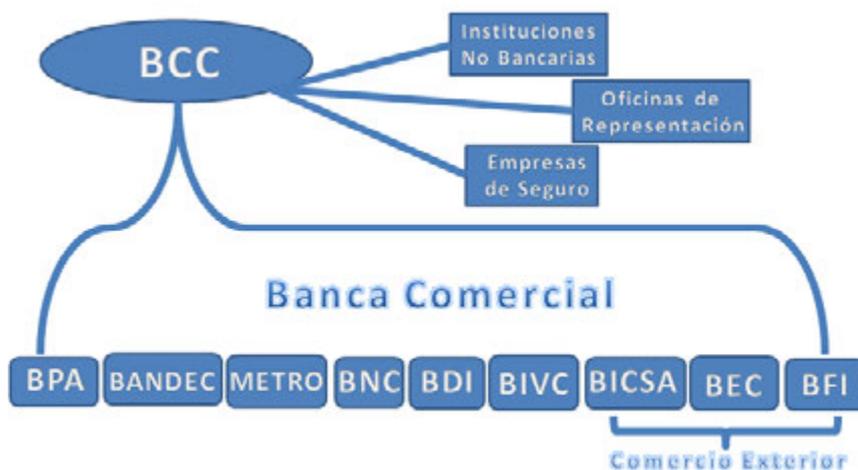
<sup>45</sup> Ver más: (Lage C. , 2016).

<sup>46</sup> Ver más: Epígrafe 1.2.

población; una tendencia natural de la banca pública a un ablandamiento de las restricciones presupuestarias; la existencia de límites imprecisos entre las funciones estatales y empresariales en el sistema financiero; y finalmente por la necesidad de atemperar el diseño institucional de la política monetaria al nuevo entorno económico.

Como se aprecia en el **Esquema 3.1**, nuestro sistema financiero es de dos pisos. El mismo está compuesto por un banco central, nueve bancos comerciales (uno de ellos cubano con capital extranjero), instituciones financieras no bancarias, empresas de seguro, y oficinas de representación de instituciones financieras.

**Esquema 3.1: Sistema Financiero en Cuba.**



**Fuente:** *Elaboración propia a partir de:* Cruz, Aproximación a la implementación de las OMA en Cuba, 2014. Tesis de Diploma.

El conjunto de bancos comerciales está integrado por: Banco Popular de Ahorro (BPA), Banco Metropolitano S.A (METRO), Banco de Crédito y Comercio (BANDEC), Banco Internacional de Comercio S.A (BICSA), Banco Financiero Internacional (BFI), Banco Exterior de Cuba (BEC), Banco Industrial de Venezuela-Cuba S.A (BIVC), Banco Nacional de Cuba (BNC) y Banco de Inversiones (BDI). Entre las instituciones financieras no bancarias cubanas destacan CADECA S.A., FINCIMEX S.A. y ARCAZ, S.A., las que coexisten a la vez con oficinas de representación extranjeras.

Se han especializado en actividades de comercio exterior BICSA, BEC Y BFI, mientras que la mayor parte de las operaciones en el territorio la sostienen BPA,

BANDEC y METRO. BPA se dedica principalmente a las operaciones con la población, BANDEC mayormente brinda servicios al sector estatal, mientras que METRO ejecuta ambas funciones en la capital del país.

Por su parte, son relevantes los casos del Banco Nacional de Cuba (BNC) y Banco de Inversiones (BDI), que al ir paulatinamente asumiendo tareas específicas y al no captar depósitos, técnicamente no se les debe considerar como banca comercial. El Banco Industrial Venezuela Cuba (BIVC) asume funciones asociadas a la colaboración con este socio comercial (Lage C. , 2016). Tan marcada **segmentación** genera espacios para conductas monopólicas u oligopólicas por parte de los bancos, ya sea en el mercado de créditos como en el interbancario.

Aunque todos los bancos tienen licencia universal, el sistema bancario opera con un alto nivel de segmentación por monedas y circuitos (empresas, hogares, operaciones domésticas o internacionales) y no juega un rol significativo en la asignación de recursos en la economía. Esto debido a que prevalecen mecanismos no formales o administrativos para suplantar sus funciones en la economía<sup>47</sup> (Bergara & Vilma, 2011). Consecuencia de ello, todos los bancos comerciales operan con las mismas tasas de interés en CUP, bajo las mismas condiciones.

Como resultado de esta segmentación, el 80% de los financiamientos al sector empresarial en moneda nacional (cuyos montos y plazos son altos), como promedio en los últimos cinco años se concentra en BANDEC. Por su parte, más del 65% de los depósitos del sector de la población (de igualmente altos montos y plazos) están en BPA (Lage & Enrique, 2016). Por tanto, puede decirse que BANDEC lleva el mayor peso en el otorgamiento de créditos en la economía, mientras que BPA lo hace en las captaciones de ahorros.

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

---

<sup>47</sup> Ver más: (Bergara & Vilma, 2011)

Tal situación podría minimizar los efectos de un proceso de flexibilización de las tasas, pues debido al poder de mercado que presentan dichos bancos, es posible establecer altas tasas sin que disminuyan demasiado sus clientes, ya que estos últimos no tendrían prácticamente opciones adicionales a las que acudir.

Por otra parte, el **grado de bancarización** del sector de la población es muy bajo. El mercado de créditos al sector no estatal es muy pobre, admitiendo la posibilidad de préstamos para consumo e inversión del sector privado y de los hogares de forma muy restringida<sup>48</sup>. No existen créditos en CUC para el sector no estatal, aunque tampoco hay impedimentos que prohíban canjear los CUP en el mercado de CADECA (Bergara & Vilma, 2011).

**Gráfico 3.1: Servicios Bancarios al Sector de la Población**



**Fuente:** Tomado de: Lage C., Esquema General de Política Monetaria en el Nuevo Marco de la Economía Cubana, 2016. Tesis Doctoral.

Como se puede apreciar en el **Gráfico 3.1**, existe un peso notable de los depósitos en el sector de la población dentro del sistema financiero, no ocurriendo lo mismo con los créditos, aun cuando se evidencia un incremento de los mismos a partir de 2012<sup>49</sup>. Esto no responde a condiciones ventajosas de las tasas de interés pasivas, sino más bien a la falta de opciones de inversión en el sistema financiero.

Además, el uso de instrumentos directos (principalmente el control de las tasas de interés) ha influido poco sobre la presencia de situaciones como excesos de liquidez, represión y desintermediación financiera.

<sup>48</sup> Para más detalles, ver **Tabla 3.2**.

<sup>49</sup> Consecuencia de la actualización de la política crediticia en Cuba, elemento que será abordado con posterioridad.

Al cierre de 2014, un monto equivalente al 26% de los pasivos a la vista en pesos cubanos del sistema no podía dirigirse a fines productivos, manteniéndose como excesos de reservas bancarias (Lage & Enrique, 2016). Sin embargo, ello responde también en gran parte a la combinación de una débil demanda de créditos, a la acumulación de monetizaciones anteriores, la sobrevaluación del tipo de cambio, y la promoción del ahorro a plazos en la población. Por tanto, los excesos de liquidez están causados esencialmente por problemas reales e institucionales, no solo por controles sobre las tasas de interés.

Los fenómenos de desintermediación financiera podrían responder igualmente a cuestiones no asociadas al nivel de las tasas activas del sistema financiero. Entre ellas podrían describirse la existencia de fuentes externas de financiamiento, el funcionamiento de la economía sumergida o informal, y las condiciones de las garantías exigidas para estos financiamientos (Lage & Enrique, 2016).

Los problemas de represión financiera son menos visibles, dado que las tasas de interés aun no juegan un rol relevante dentro de las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos. Así, por ejemplo, en 2010 y 2011 el BCC redujo las tasas de interés con el objetivo de estimular la demanda de créditos, sin que se registraran variaciones importantes en los niveles de ahorro de la población. En Cuba, el control de tasas no parece implicar, hasta el momento, una disminución de los niveles de ahorro<sup>50</sup>.

Por tanto, sería pertinente plantear que gran parte de los problemas que presenta el sistema financiero en Cuba no estarían mayormente determinados por la situación actual de las tasas de interés.

Otra de las principales cuestiones que determina el diseño institucional del sistema financiero bajo el predominio de la banca pública y sus relaciones con la economía es el **ablandamiento de la restricción presupuestaria**. El fenómeno en Cuba se refiere, esencialmente, al relajamiento de los términos y condiciones exigidos por las instituciones bancarias. Ello se manifiesta, por un lado, en el hecho de que las empresas no responden a las señales de precios<sup>51</sup>, y no están suficientemente

---

<sup>50</sup> Ello estaría ocasionado fundamentalmente por la falta de opciones alternativas de inversión, y por la pobre cultura financiera de la población cubana.

<sup>51</sup> Debido a los controles de precios a que están sometidas las empresas estatales.

estimuladas a maximizar esfuerzos. Por otro lado, el estado actúa como una compañía de seguros, lo que promueve un incremento del riesgo moral de las empresas<sup>52</sup>.

En el caso cubano, estas condiciones se agravan debido a que: tanto bancos como empresas son públicos; y el tamaño y alcance del Presupuesto implica que se constituya, en la práctica, en el principal cliente del sistema financiero. Dicho ablandamiento tiene efecto sobre todo en la eficiencia, provocando situaciones donde los procesos distributivos y de asignación de recursos no se rigen por el mercado, y están fuertemente influidos por la gestión administrativa.

El rol protagónico del Presupuesto en el proceso de asignación de recursos en la economía cubana, así como el peso preponderante que tienen las formas de propiedad estatal, implica que el Presupuesto tiene incentivos para aspirar a condiciones ventajosas frente al sistema financiero, no solo porque representa al estado, sino porque, en la práctica, es el principal cliente del sistema, directa (a través de sus propias demandas de fondos<sup>53</sup>) o indirectamente (como garante de muchos financiamientos empresariales) (Lage & Enrique, 2016).

La voluntad del Banco Central de Cuba por definir reglas del juego adecuadas ha estado presente en los últimos años. Dentro de la política crediticia aprobada como parte de la implementación de los Lineamientos se estableció como principio que el estado debe respetar los objetivos de maximización de beneficios del sector bancario (las tasas activas que se establezcan deben ser superiores a las pasivas). En caso de existir un interés estatal en privilegiar el financiamiento a determinados sectores o actividades, se debe acudir a garantías o subsidios de la tasas por el Presupuesto<sup>54</sup>.

Por último, es pertinente describir las complejas **relaciones entre el regulador (el banco central) y el objetivo de regulación (los mercados financieros)** en el

---

<sup>52</sup> Las empresas al saber que el estado no las dejará quebrar, pueden utilizar de forma indiscriminada los financiamientos.

<sup>53</sup> Entre 2008 y 2013 el financiamiento del déficit fiscal representó el 58% del incremento de la oferta monetaria, lo que demuestra el peso del crédito neto al gobierno dentro de los procesos de emisión monetaria. Esta situación obliga a una mayor coordinación macroeconómica y disciplina fiscal, mediante el establecimiento de reglas claras en las relaciones financieras con el Presupuesto.

<sup>54</sup> Este principio significa una rectificación de prácticas anteriores, donde algunos financiamientos con fines estatales se establecieron a tasas que atentaban contra la rentabilidad de los bancos. Este es el caso de los créditos otorgados para los programas sociales de la Revolución Energética.

sistema, en especial por la inexistencia en la práctica de estos últimos. Esta situación se traduce no en una regulación de los mercados, sino de los agentes que participan en la actividad financiera.

Si el banco central responde ante el gobierno por los resultados empresariales de las instituciones financieras y, a la vez, se constituye en regulador de las mismas, ello expresa una contradicción que le impide cumplir con eficiencia ambas funciones. La imparcialidad que exige ser juez significa una limitación cuando se es responsable por la gestión de las partes, y viceversa.

Desde el punto de vista del banco central, la intervención en la actividad bancaria de las instituciones financieras, crea un esquema donde las responsabilidades esenciales como regulador quedan en un segundo plano, o subordinadas a criterios ajenos a la actividad estatal. Esto provoca que se pierda eficacia en la regulación (Lage & Enrique, 2016). Por tanto, muchas veces los controles sobre las tasas de interés que establecen las autoridades monetarias no responden a la búsqueda de una mayor eficiencia en el sistema financiero, sino a intereses determinados del gobierno.

Las particularidades de la institucionalidad financiera, reflejadas en: conductas monopólicas, predominio de la gestión administrativa, falta de autonomía y onerosas garantías exigidas para otorgar créditos a las personas naturales, han condicionado la falta de protagonismo de las tasas de interés en la economía. El desfavorable marco regulatorio existente ha impedido al sector no estatal hacer un uso efectivo del crédito, al tiempo que obliga a las empresas estatales a mantener grandes montos de dinero en forma de depósitos.

A pesar de ello, tras las transformaciones definidas en el VI Congreso del Partido, se han desarrollado nuevas estructuras en el sistema financiero que permitirían flexibilizar en algún grado las tasas de interés en la economía. En el siguiente epígrafe se ilustrará en detalle la situación de las tasas en el país, para después conocer detalladamente las transformaciones que impulsan a implementar nuevos cambios.

### **3.2: LAS TASAS DE INTERÉS Y EL DESARROLLO LOS MERCADOS FINANCIEROS EN CUBA.**

Se hace necesario conocer la situación de las tasas de interés en el sistema financiero cubano antes de pensar en realizar cualquier transformación sobre las mismas. En consecuencia, el siguiente subepígrafe resume las variaciones que han experimentado desde el inicio del período revolucionario hasta la actualidad.

### **3.21: EL SISTEMA DE TASAS DE INTERÉS EN EL SISTEMA FINANCIERO CUBANO: UNA APROXIMACIÓN CRÍTICA.**

Desde el triunfo revolucionario en el año 1959, las tasas de interés han desempeñado un papel muy limitado en el sistema financiero cubano. Aunque en la actualidad son mucho más útiles que en décadas pasadas, aún no funcionan correctamente en los niveles de los mercados financieros.

A partir del año 1959 se comienzan a preparar las condiciones en el país para transformar la economía en un modelo fuertemente regido por la planificación. Como consecuencia, se desarrolla un modelo económico centralizado que asignaba a las empresas estatales un presupuesto con el que debían realizar todas sus funciones. Esto elimina casi completamente el papel del crédito en la economía, volviendo casi inútiles las tasas de interés existentes (principalmente las activas). En el sistema solo se utilizaban las tasas de interés para créditos bancarios a empresas que se regían por el sistema de autofinanciamiento<sup>55</sup> (Castro, 2009). Estas tasas se fijaban de forma totalmente arbitraria. Tal situación se agrava aún más a finales de la década, donde se intentaron suprimir las relaciones monetario-mercantiles.

A partir del Primer Congreso del Partido en 1975 se producen algunos cambios en el sistema, con la introducción del cálculo económico como método de gestión económico socialista. Al Banco Nacional de Cuba se le asignan las siguientes funciones: planificación y concesión de créditos a corto, mediano y largo plazo; atención a los cobros y pagos; control del fondo de salarios y de la gestión económica de las empresas; así como supervisión de la disciplina financiera y de los pagos. La concesión de los créditos tenía que adaptarse a los principios socialistas, es decir, planificados y destinados a fines específicos.

---

<sup>55</sup> El sistema de autofinanciamiento coexistía paralelamente con el sistema presupuestario, y utilizaba el crédito para satisfacer las necesidades de las empresas de medios circulantes por encima de los medios propios asignados (Castro, 2009).

Para los 80s, los créditos a las empresas se otorgaban de forma diferenciada de acuerdo a las actividades que se destinaban, con tasas de interés que oscilaban entre 6 y 12%. Cabe destacar que estos eran valores altos para los bajos niveles de rentabilidad de las empresas cubanas, contribuyendo a la insuficiencia financiera del sistema<sup>56</sup> (Castro, 2009). Este método brindaba algún protagonismo más al crédito bancario, pero seguía siendo aún demasiado bajo en comparación con el nivel necesario para impulsar la inversión y el crecimiento económico en el país.

No obstante, desde que inicia la década de los 90s, comienzan a producirse transformaciones en la economía cubana como respuesta a la crisis que enfrentaba el país producto del derrumbe del Campo Socialista. Como resultado de dichas transformaciones se produjo una mayor actividad financiera, pues fue obligatorio recurrir a mecanismos de mercado para mantener a flote la economía a partir de potenciar los sectores estatales más rentables, la inversión extranjera y, en menor medida, la apertura al sector privado. El alto nivel existente de planificación centralizada disminuye en cierto grado, dándosele algo más de peso a las relaciones monetario-mercantiles. Es en esta década cuando se crean nuevas instituciones bancarias, destacando la aparición del Banco Central de Cuba.

Por ende, se desarrolla en mayor grado el crédito bancario en el sistema, consecuente con un mayor nivel de descentralización. Las tasas de interés siguen fijadas de forma arbitraria, con diferenciaciones de acuerdo a las monedas<sup>57</sup> y agentes. En estos años de crisis los bancos adquirieron grandes montos de liquidez de CUP en forma de depósitos de ahorro de la población<sup>58</sup>, situación que ha trascendido en parte hasta nuestros días.

La variación de las tasas de interés en el sistema financiero desde ese momento hasta los Lineamientos del VI Congreso del Partido en 2011 ha sido muy leve, sobresaliendo entre sus principales características las diferenciaciones de los

---

<sup>56</sup> Debido a la baja rentabilidad de las empresas, se hacía imposible devolver los préstamos recibidos, pues sus intereses eran mayores que las ganancias obtenidas.

<sup>57</sup> Existe un fuerte nivel de dolarización en la economía en este período, coexistiendo esta moneda junto con el Peso Cubano.

<sup>58</sup> El recurrente financiamiento al gobierno mediante emisión monetaria provocó un fuerte incremento de la liquidez en el sistema que, bajo un mecanismo de control sobre los precios, se transformó en ahorro forzoso de la población por la escasez de bienes y servicios en la moneda.

intereses sobre las monedas (CUC, CUP, USD), y manteniéndose siempre fijas, sin ningún basamento teórico.

**Tabla 3.1: Tasas de Interés Pasivas por Monedas y Plazos, Año 2003**

		PLAZOS						
Moneda	Personas	A la vista	1	3	6	12	24	36
USD	Jurídicas	1,75	2,00	2,1	2,15	2,5	2,75	3,25
USD	Naturales	0,50		1,5	1,75	2,0	2,25	2,75
Pesos convertibles	Naturales	1,00		3,0	3,5	4,0	4,5	5,5
Moneda nacional	Naturales	1,5		3,5	4,0	5,5	7,0	8,0

*Fuente: Tomado de: Perez, Vilma, & Hernández, Aproximación al estudio de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en Cuba, 2003.*

La **Tabla 3.1** refleja ya en el año 2003 cómo la segmentación y dualidad monetaria son características típicas en el sistema financiero. Los activos monetarios de la población están formados por depósitos a la vista y depósitos a plazos fijos diferenciados por su rentabilidad y denominación monetaria según las tres monedas. Por otra parte, el único medio de pago de las empresas son las cuentas corrientes, y solo cuentan con depósitos a plazos en divisas (Perez, Vilma, & Hernández, 2003).

Las tasas activas por su parte, se siguieron utilizando principalmente para financiar a las empresas estatales, no mostrándose así mejoras en el financiamiento para con la población. Prácticamente no existían créditos al sector no estatal

Ya en 2012 se estableció un mismo sistema de tasas de interés para los financiamientos en los sectores estatal y no estatal. Aun así, el crédito bancario a la población está restringido a determinadas actividades productivas, la construcción de viviendas y programas dirigidos al consumo; además de que no existen los créditos en CUC. Esto dificulta el papel del sistema financiero en la financiación del sector privado, teniendo este último que recurrir a otras fuentes alternativas de financiación.

La **Tabla 3.2** a continuación refleja el valor de los tipos de interés activos y pasivos actualmente, y los límites entre los que se encuentran las tasas activas a los sectores de *Créditos de interés social para personas naturales* y *Créditos para capital de trabajo y para inversión*. Es válido establecer que aún no existe una

relación de estas cifras con el funcionamiento del mercado, pues se encuentran fijadas administrativamente.

**Tabla 3.2: Tasas de Interés en el Sistema Financiero Actual**

Plazos	Tasas Pasivas			Tasas Activas	
	CUP	CUC	USD	S1	S2
A la vista	0.50	0.50	0.25	-	-
3 meses	2.00	1.50	0.50	2.25	2.50/3.50
6 meses	2.50	2.00	0.75	2.75	3.00/4.00
12 meses	4.00	2.50	1.00	4.25	4.50/5.50
24 meses	5.00	3.00	1.25	5.25	5.50/7.50
36 meses	6.00	4.00	1.75	6.25	6.50/8.50
48 meses	6.25	4.15	1.80	6.50	6.75/8.75

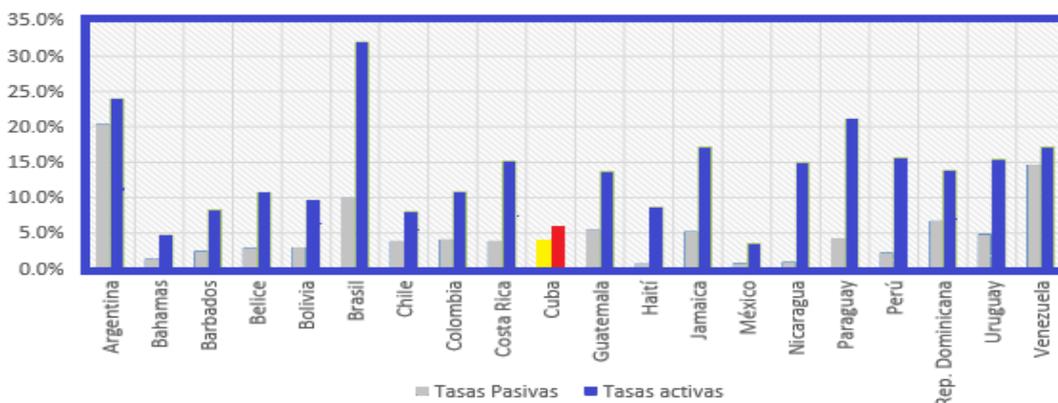
S1: Créditos de interés social para personas naturales

S2: Créditos para capital de trabajo y para inversión

*Fuente:* Elaboración propia a partir de información suministrada por especialistas de la Dirección de Política Monetaria del Banco Central de Cuba, 2017.

Aclarar que aún no existe una relación de las cifras que presentan las tasas con el funcionamiento del mercado, pues se encuentran completamente fijadas.

Nótese además que las tasas de interés muestran márgenes de intermediación muy pequeños, para los distintos niveles de diferenciación. Igualmente, sus valores nominales también son relativamente bajos, incluso más que en el año 2003, como mostraba la **Tabla 3.1**. Ello debido a la disminución de las tasas de captación durante los años 2010 y 2011, como se mencionó en el epígrafe anterior. El **Gráfico 3.2** realiza una comparación con otros países de Latinoamérica.

**Gráfico 3.2: Tasas (%) a 360 días en países de América Latina (2010-2014)**

**Fuente:** Tomado de: Lage C., Esquema General de Política Monetaria en el Nuevo Marco de la Economía Cubana, 2016. Tesis Doctoral.

Si se observa nuevamente la situación en **Tabla 3.2**, es contradictorio que para los bajos niveles que muestran las tasas de interés activas en el **Gráfico 3.2** con respecto al resto de los países, exista tan poca demanda de créditos<sup>59</sup>. Una de las razones podrían ser los múltiples requerimientos de garantías exigidas por las instituciones bancarias al sector no estatal, con lo que buscan cubrirse de riesgos de impagos<sup>60</sup>. Si a ello se suma que los montos de créditos a otorgar a los clientes se encuentran limitados considerablemente, se obtienen resultados muy desfavorables para el incremento de los créditos bancarios al sector no estatal.

En síntesis, aun cuando es innegable el progreso del sistema bancario en los últimos 20 años, se trata en la actualidad de un sistema insuficientemente desarrollado, carente de espacios e instrumentos que faciliten una mejor asignación de recursos en la economía. Sin embargo, las potencialidades que ofrecen las transformaciones en curso permiten pensar que sería pertinente analizar algunos cambios en la estructura del sistema de tasas de interés actual. Por esta razón, deben conocerse a cabalidad las nuevas implementaciones que se están llevando a cabo en el sistema financiero cubano.

<sup>59</sup> En muchas ocasiones las instituciones bancarias prefieren mantener bajas las tasas de interés aunque la situación de liquidez en el mercado no lo favorezca. Ello se explica porque los clientes que podrían acceder a mayores intereses de préstamos son los que mayores riesgos presentan, y por tanto más probabilidad de no pagar. Es importante aclarar que no es esta la razón que explica la situación en Cuba.

<sup>60</sup> Los bancos comerciales solicitan excesivas garantías debido a que les es casi imposible conocer la verdadera situación financiera de sus clientes, tratando de evitar los riesgos morales y de selección adversa.

### 3.22: DESARROLLO RECIENTE DE LOS MERCADOS FINANCIEROS.

El VI Congreso del Partido del año 2011 constituyó un punto de inflexión en el desarrollo del sistema financiero cubano. Los Lineamientos acordados en él planteaban entre otras cosas, la búsqueda de nuevas vías para desarrollar las tasas de interés en un ámbito donde el mercado ha fortalecido su papel. El Lineamiento número 48 aborda esta situación de forma explícita, al resaltar la necesidad de: “Estructurar un sistema de tasas de interés más racional y fundamentado... a partir del fortalecimiento de las relaciones entre las instituciones del sistema bancario nacional”.

Producto de estos cambios propuestos en los Lineamientos, se han fortalecido durante los últimos años en cierta manera los mercados financieros en el país. La creación del **Mercado Monetario** en Diciembre de 2014, y los primeros pasos para crear un **Mercado de Deuda Pública** desde 2013 han sido los principales avances alcanzados.

Fue a partir de diciembre de 2014 que comienza a operar en el sistema financiero el **Mercado Interbancario** en su etapa de prueba, la que duró hasta el inicio del 2017. Con ello la autoridad monetaria busca lograr una relación fuerte y estable entre la tasa de descuento y de depósitos, la tasa interbancaria y las tasas activas y pasivas que establecen los bancos. Antes de su nacimiento, se utilizaba un mecanismo que limitaba el funcionamiento práctico del mercado.

Desde 1989 hasta noviembre de 2014 los bancos comerciales en Cuba gestionaban sus necesidades de liquidez a través de la compraventa de Deuda Pública<sup>61</sup> al BCC. Así la autoridad monetaria, que hasta 1997 era el BNC, permitía a las entidades rentabilizar sus excesos de liquidez a través de la adquisición de estos activos.

A los bancos que necesitaban fondos les resultaba más rentable renunciar a los intereses del rendimiento de la Deuda Pública en su poder que pedir prestado a otro banco o ir al Servicio Permanente de Crédito. Los bancos con disponibilidad de fondos tampoco iban a encontrar mejor inversión que la compra de Deuda Pública.

---

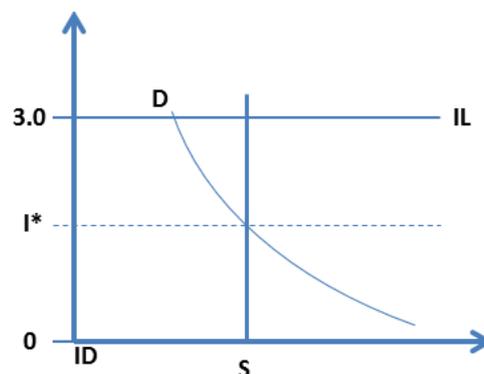
<sup>61</sup> La Deuda Pública que se utilizaba en este mecanismo era la acumulada anterior al año 2013, la cual no tenía compromiso de amortización.

En sus inicios el funcionamiento del Mercado Interbancario no fue el óptimo, pero se va perfeccionando. Existen problemas que afectan su accionar, como la no participación de todos los bancos comerciales del sistema, ya que solo pueden acceder a él los que trabajan con la moneda CUP. También ha sido un factor en contra la falta de conocimiento de los empleados bancarios respecto a cómo debe trabajar dicho mercado, pues no siempre se establecen tasas de interés para los préstamos acordes con la situación de liquidez que presenta el mercado mayorista.

A pesar de ello, se ha logrado que el Mercado Interbancario responda a un modelo de mercado, en el cual no existe intervención directa por parte de las autoridades monetarias. Por tanto, la tasa interbancaria se convierte en la única tasa que responde a las leyes de mercado en el sistema financiero cubano, reaccionando de acuerdo a la oferta y demanda de los bancos comerciales.

El tope fijado al canal corredor a través de los servicios permanentes de créditos ha sido de 3 por ciento hasta el momento, mientras el mínimo que corresponde a los servicios permanentes de depósitos es de 0 por ciento, como muestra el **Gráfico 3.3**. Los bancos comerciales poseen libertad en sus operaciones interbancarias dentro de ese rango, sin la intervención de las autoridades monetarias en ellas.

**Gráfico 3.3: Canal Corredor del MIB en Cuba**



*Fuente: Elaboración Propia a partir de bibliografía consultada.*

En el gráfico, **IL** representa los servicios permanentes de liquidez, **ID** servicios permanentes de depósitos, **I\*** la tasa interbancaria promedio, **S** la oferta de dinero y **D** la demanda del mismo. La tasa de redescuento, que funciona como recurso de última instancia por problemas de iliquidez transitoria de los bancos comerciales, se encuentra un punto porcentual por encima de la tasa lombarda, a 4%.

Por tanto, la principal virtud del Mercado Interbancario en el corto plazo, es la posibilidad de que los bancos gestionen su liquidez a través de las propias reservas del sistema, sin necesidad de acudir a la autoridad monetaria. Ello constituye un paso cardinal dentro del reordenamiento del entorno monetario, en este caso en lo referido al control de la emisión primaria (Lage & Enrique, 2016).

Muy conectado con el funcionamiento del Mercado Interbancario, se encontraría el futuro desarrollo de un **Mercado de Deuda Pública**, sobre el cual se comienza a trabajar para su nacimiento a partir de 2013 con la emisión de bonos soberanos para financiar el déficit fiscal<sup>62</sup>.

Según (Barceló A. , 2015), la existencia de un exceso de reservas en el sistema financiero cubano favorece el diseño e implementación de un Mercado Primario de Deuda Pública. Actualmente las entidades bancarias cuentan con reservas disponibles o fondos prestables suficientes para asumir el financiamiento al presupuesto sin comprometer el otorgamiento de créditos para inversión, la actividad empresarial, las formas de gestión no estatal y la población.

Hasta ahora, el financiamiento al gobierno en los últimos períodos fiscales se ha estructurado como una versión incipiente de Mercado Primario de Deuda Pública, aunque las transacciones no se han concretado bajo las condiciones propias de un mercado, sino más bien por concepto de asignaciones administrativas. Los títulos de Deuda Pública ya han sido emitidos, pero no existen las condiciones para ejercer las operaciones de compraventa en función de los intereses de política monetaria de BCC<sup>63</sup> (Barceló A. , 2016).

En caso de seguir avanzando en el desarrollo de este mercado, y de lograr la necesaria conexión con el Mercado Interbancario, se podría alcanzar referencias para estructurar el sistema de las tasas de interés. El Mercado de Deuda Pública complementaría las funciones del Mercado Interbancario, mejorando la eficiencia de la única tasa de interés de mercado existente en el país hasta el momento (tasa interbancaria). Ambos mercados podrían reflejar conjuntamente los costos de oportunidad del dinero de acuerdo con los plazos de tiempo.

---

<sup>62</sup> Anteriormente la financiación al gobierno se realizaba mediante emisiones monetarias, lo cual conlleva a inflación o exceso de liquidez en el sistema en forma de reservas bancarias.

<sup>63</sup> Ver más: (Barceló A. , 2016).

Además, el desarrollo de estos mercados ha permitido utilizar nuevas herramientas para ejercer política monetaria. Por ejemplo, para controlar los excesos de liquidez en el sistema, el banco central está ofertando actualmente montos de depósitos mediante subastas en el Mercado Interbancario. Así, la máxima autoridad monetaria define una determinada cantidad de dinero a depositar en sus arcas, y una tasa máxima de interés para esta. Los bancos comerciales comienzan la puja por tasas menores que la definida, para poder ubicar sus excedentes monetarios de forma tal que brinden mayor rentabilidad que si tuviesen que colocarlos en los servicios permanentes de depósitos.

Otra de las transformaciones que ha sufrido el sistema financiero desde 2011 ha sido la flexibilización a los créditos en la economía. Entre las principales implementaciones que resaltan en estas nuevas políticas se encuentra el otorgamiento de préstamos al sector por cuenta propia, para la adquisición de capital de trabajo e inversión; y el crédito de interés social para personas naturales, como refleja la **Tabla 3.2**.

Estas especificaciones se encuentran recogidas en el **Decreto-Ley No. 289** De Los Créditos a Las Personas Naturales y Otros Servicios Bancarios, que establece los principios y procedimientos generales que regulan los créditos y servicios bancarios para personas naturales. La instauración de rangos a las tasas activas por parte del banco central para permitir el manejo de estas a los bancos comerciales, de acuerdo con las diferentes condiciones que presenten los solicitantes, ha sido otra de las novedades incorporadas.

Paralelamente al desarrollo de estos nuevos mecanismos, el programa de acciones asociado a la implementación de los Lineamientos ha incorporado como principio la necesidad de que los bancos comerciales y demás instituciones financieras sean responsables de sus decisiones, y que el banco central no participe en las mismas. De igual forma, se ha planteado una estrategia de mediano plazo para el tránsito paulatino de la regulación mediante instrumentos administrativos a la regulación a través de herramientas indirectas.

En resumen, las implementaciones que se vienen realizando en el sistema financiero en estos últimos años, podría hacer posible una flexibilización en cierto grado sobre el sistema de tasas de interés. El fortalecimiento del crédito al sector

no estatal tras el desarrollo que ha alcanzado Trabajo por Cuenta Propia, y a partir de las nuevas políticas crediticias, favorecería potenciar la inversión y conllevaría a un funcionamiento más eficiente de las tasas en el sistema.

Igualmente, ante una mayor eficiencia de las tasas, deberían activarse nuevos canales de transmisión que perfeccionen el funcionamiento de la política monetaria, esencialmente el canal del crédito bancario. Ello contribuiría a un enfoque más integral de la misma, algo especialmente necesario a causa de la ampliación de los vasos comunicantes entre los segmentos estatal y no estatal.

Por tanto, el debate se centraría en cómo desarrollar el Mercado Monetario, conectando las tasas del Mercado Interbancario con las tasas de los bancos comerciales con sus clientes, y si deberían desregularse estas últimas y hasta qué punto. Todo ello dentro de las condiciones *sui géneris* de la economía del país, y a partir de las lecciones que brindaron las experiencias internacionales ya analizadas. Seguidamente, en el epígrafe final se abordará dicha temática.

### **3.3: CAMINO HACIA LA FLEXIBILIZACIÓN DEL SISTEMA DE TASAS DE INTERÉS EN CUBA.**

Después de reflejar las condiciones del sistema financiero cubano, es pertinente comenzar a mencionar las propuestas sobre la posible flexibilización que podría realizarse al sistema de tasas de interés del país. Esto con el objetivo de aumentar su eficacia dentro de la economía, partiendo de las conclusiones extraídas de las experiencias internacionales analizadas en el capítulo 2.

#### **3.31: PROPUESTAS PARA UNA FLEXIBILIZACIÓN SOBRE LAS TASAS DE INTERÉS.**

Las atípicas características de la economía cubana obligan a realizar un detallado análisis sobre la posibilidad de una desregulación sobre las tasas de interés en el sistema, siendo vital definir si el proceso debiera realizarse desregulando totalmente, flexibilizar en algún grado, o si no sería pertinente variar la situación actual de las tasas.

Tomando como base las lecciones extraídas de las experiencias internacionales, puede decirse que el país tiene algunas características que favorecerían el proceso

y otras más que lo entorpecerían. En el grupo de las primeras destacaría principalmente el control de capitales existente, junto con la influencia prácticamente nula de los bancos internacionales en la economía interna; lo cual evitaría en caso de una desregulación una fuerte dependencia del entorno internacional, que comúnmente ha desencadenado de acuerdo a las experiencias ajenas, en crisis económicas para el sistema.

Además, no se necesita incrementar las tasas de interés en el sistema financiero en el corto plazo, pues por una parte las tasas pasivas reales no parecen estar afectando las decisiones de ahorro de los agentes; y por otra no se necesita incrementar las tasas nominales para atraer capitales al país, ya que existe un control sobre estos en la economía cubana.

Entre las razones para mantener regulado el sistema, resalta el aún bajo nivel de desarrollo que presentan los mercados financieros del país, la necesidad de mantener las tasas activas controladas con el objetivo de estimular la inversión para el desarrollo económico, y la falta de una situación macroeconómica sólida y estable. El peso de estas tres últimas características en la decisión final sobre la liberalización de las tasas de interés hace pensar que no sería nada favorable concretar una desregulación total, dejando solo como opciones una flexibilización parcial o mantener el sistema tal y como se encuentra actualmente.

Unido a ello, y debido al gran poder de mercado que presentan los bancos comerciales en Cuba, ante una desregulación estos podrían establecer altas tasas sin que disminuyan significativamente sus clientes, ya que los últimos no tendrían prácticamente opciones adicionales a las que acudir.

La experiencia analizada de Bielorrusia refuerza la idea de mantener regulaciones, pues dicho país ha logrado un crecimiento económico sostenido basado en el crédito interno, a partir de controles sobre las tasas de interés y presentando un nivel de planificación bastante alto en su economía. Con la evolución que viene experimentando el crédito en Cuba, podría pensarse en un escenario semejante en algunos de estos aspectos.

Debido al desarrollo que ha venido mostrando en los últimos años el Mercado Monetario y, en menor medida, el Mercado de Deuda Pública dentro de los

mercados financieros de la economía; y en correspondencia con la búsqueda de nuevos mecanismos de mercados que favorezcan el desarrollo del sistema, se desarrollará en esta investigación el enfoque que aboga por una desregulación parcial de las tasas de interés.

Esto a causa de que existen márgenes para una flexibilización gradual de las tasas de interés en el país, desde los mercados mayoristas de dinero (interbancario) a los minoristas (crédito y ahorro). Aun manteniendo bajo control las tasas, se impone generar un ambiente de mercado que promueva incentivos al funcionamiento de los mercados financieros. Los principales objetivos que perseguirían las transformaciones propuestas serían alcanzar un aumento de la eficiencia de las instituciones financieras y una mejor asignación de recursos en la economía, a partir de la activación de nuevos canales de transmisión de política monetaria como podría ser el canal del crédito bancario.

Las propuestas sobre las posibles transformaciones se encuentran de acuerdo a los diferentes niveles de tasas de interés abordadas en los mercados financieros en el país, como muestra el **Esquema 3.2**. El orden en que deben llevarse a cabo las propuestas también coincide con esta estructura.

**Esquema 3.2: Orden de las Propuestas de Flexibilización sobre el sistema de Tasas de Interés.**



*Fuente: Elaboración Propia.*

La tasa interbancaria debe encontrarse por debajo de los rendimientos que ofrecen las tasas a los Bonos de Gobierno, para estimular a las instituciones financieras a financiar al estado antes de prestar en el Mercado Interbancario. Así mismo, las

tasas de los bancos comerciales deben ser mayores que las tasas del Mercado de Deuda Pública, pues los rendimientos de los títulos del gobierno son más seguros como inversión.

Por tanto, el orden que presentan los pasos propuestos, en concordancia con la organización de los mercados financieros, buscaría alcanzar una estructura lógica de las tasas para imprimirle mayor conexión dentro del sistema financiero. Ello previendo que una flexibilización anticipado en un nivel superior, perjudique posteriormente el resultado del mismo accionar en un mercado inferior, al distorsionarse los límites entre los mismos.

### ***Mercado Interbancario.***

Para comenzar las propuestas, es necesario primeramente recordar el papel fundamental que desempeña el Mercado Interbancario en este escenario. Este espacio se ha convertido en un mecanismo que funciona de acuerdo a un modelo de mercado, que se regula a través de intervenciones indirectas de las autoridades monetarias del país. Por tanto, las tasas interbancarias se definen de acuerdo a la situación de liquidez que presenta el mercado, respondiendo a la ley de oferta y demanda; y las instituciones bancarias la conforman de acuerdo a sus decisiones dentro de este mercado.

Por esta razón sería pertinente que:

- ❖ *Las variaciones que puedan experimentar las tasas de interés desreguladas a niveles más complejos de mercados financieros deben ser basadas en las señales que refleje la tasa interbancaria. Tal referencia permitiría al resto de las tasas del sistema actuar de acuerdo a la situación de liquidez que presente la economía.*

Siendo esta la base para el resto de las transformaciones posibles, es necesario que se corrijan las pequeñas imperfecciones que aún presenta el Mercado Interbancario, pues al ser esta entidad fundamental en el sistema financiero debe funcionar de la manera más eficiente posible.

### ***Mercado de Deuda Pública.***

Otro paso vital a dar para optimizar el funcionamiento del mercado recae en el desarrollo del Mercado de Deuda Pública en el país. Actualmente, los Bonos de Gobierno se venden solamente a bancos comerciales sin la posibilidad de comercializarlos entre ellos mismos o con otros agentes, y con tasas de interés fijadas que no están acordes a la situación de mercado. La tasa de interés promedio que brindan estos bonos es de 2.5%, variando de acuerdo a los plazos.

Si se lograra finalmente desarrollar el Mercado Primario de Deuda Pública, sería necesario brindar a las tasas de interés de los títulos que aquí se emitan una estructura adecuada basada en criterios económicos y financieros. Esto facilitaría la adquisición de financiamiento al gobierno, e incentivaría la posterior comercialización de estos títulos en caso que se desarrollara un Mercado Secundario en el futuro.

Las tasas de interés a los Bonos de Gobierno en un modelo de mercado deben establecerse de acuerdo a los intereses que los agentes de la economía estarían dispuestos a aceptar por prescindir de su dinero<sup>64</sup>. Ello implica que se ubiquen por encima de los valores de las tasas interbancarias y de las tasas de las subastas de depósitos del BCC, pues en caso contrario los bancos comerciales encontrarían mayor rentabilidad prestando a otras instituciones en el Mercado Interbancario, que adquiriendo Bonos del Gobierno.

Actualmente, las tasas sobre los Bonos de Gobierno en Cuba se encuentran a niveles aún bajos para cumplir estos parámetros, a pesar de haber aumentado como promedio desde 1% hasta 2.5% recientemente<sup>65</sup>. En la situación actual del sistema financiero, puede incluso en muchos casos ser preferible para los bancos comerciales invertir su dinero mediante las subastas de depósitos que realiza el banco central que utilizarlos en la adquisición de bonos.

---

<sup>64</sup> En presencia de un Mercado Secundario de Deuda Pública, primeramente los bancos comerciales en el Mercado Primario brindan el financiamiento al gobierno y adquieren los bonos, o el banco central es el que compra directamente el título; para posteriormente comercializarlos en el Mercado Secundario con las empresas o personas naturales. Por tanto, la tasa de interés a que los bancos comerciales estarán dispuestos a financiar al gobierno, será una tasa a la que las empresas o personas naturales estén igualmente dispuestas a comprar los bonos a estos bancos posteriormente para rentabilizar sus ahorros.

<sup>65</sup> Datos tomados del Departamento de Política Monetaria del Banco Central de Cuba.

Por tanto, con miras al futuro desarrollo de un Mercado de Deuda Pública eficiente en el país, que ya se viene trabajando, se podría proponer:

- ❖ *Estructurar las tasas de interés de los Bonos del Gobierno a partir de las relaciones de mercado entre las instituciones financieras y el Presupuesto del Estado<sup>66</sup>. Se agregaría un spread que responda al riesgo<sup>67</sup> que presente el título, el plazo al que fue emitido, y los rendimientos demandados por los agentes que lo adquirirán finalmente.*

Dicha estructura de las tasas para este método de financiamiento, brindaría al gobierno mayor disciplina financiera, pues se le encarecería el precio de pedir dinero prestado en momentos de poca liquidez en el mercado. Además, debe mantenerse devolviendo a los agentes que posean los títulos (que ya no serían el banco central) los montos que le fueron prestados y los intereses que devenguen, como ya se ha implantado.

### ***Tasas Pasivas de los Bancos Comerciales a sus clientes.***

Como se ilustra en la **Tabla 3.2**, las tasas pasivas que brindan los bancos comerciales a sus clientes se encuentran totalmente fijadas en el sistema financiero, de acuerdo a los distintos tipos de monedas. Esto ha traído como resultado que los bancos comerciales sean incapaces de competir por cuotas de mercado en la captación de depósitos<sup>68</sup>, pues no pueden variar en absoluto los intereses que ofrecen sobre los depósitos a sus clientes.

El trato sobre estas tasas de interés en Cuba es un asunto muy delicado. Los controles directos sobre las tasas de interés han conllevado a mantener bajas las tasas pasivas, y a la misma vez bajas tasas activas. Esto busca estimular el uso del crédito para aumentar la inversión en el país, principalmente con las nuevas políticas crediticias implantadas a partir de 2011.

Si se disminuyeran aún más las tasas pasivas, como ya ha ocurrido en más de una ocasión en los últimos años en el sistema financiero, se enfrentaría un peligro de

---

<sup>66</sup> De acuerdo a los intereses que las instituciones financieras estén dispuestas a ofrecer por el financiamiento, y lo que el estado esté dispuesto a aceptar.

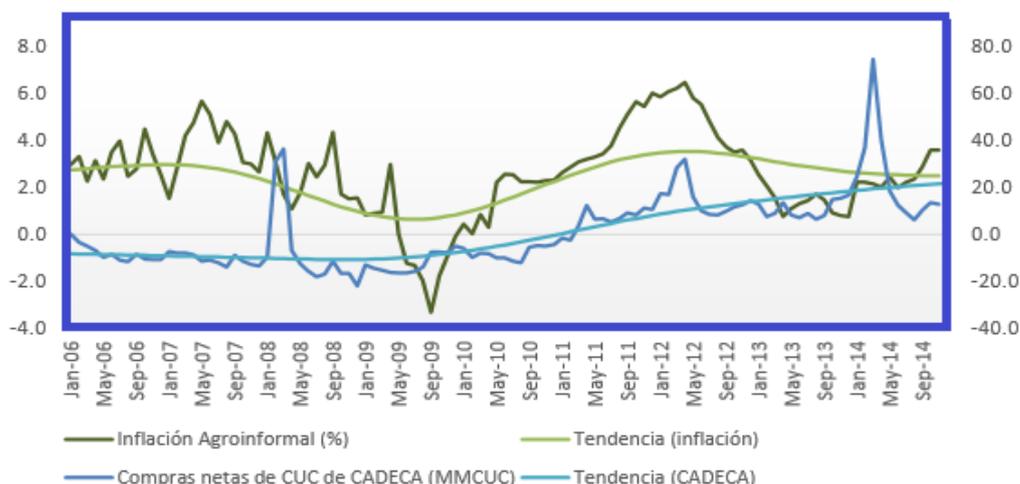
<sup>67</sup> En el caso del gobierno cubano el riesgo podría definirse como 0, ya que sería improbable que ocurra una situación de impago por parte de la máxima autoridad estatal.

<sup>68</sup> Con las recientes transformaciones del sistema financiero cubano, los bancos comerciales buscan en mayor medida incrementar las captaciones mediante sus depósitos, pero están muy limitados.

falta de liquidez del sistema, pues las personas podrían verse incentivadas a extraer sus ahorros de los bancos por la baja en la rentabilidad que experimentan los mismos.

Por otro lado, también es necesario recordar de las experiencias analizadas la influencia negativa de tasas pasivas reales negativas para la captación de depósitos. En Cuba, la inflación se encuentra en el mercado Agroinformal, pues es donde los precios no se encuentran regulados. El **Gráfico 3.4** muestra la evolución de este indicador de 2006 a 2014, siendo los valores de la columna de la izquierda los que reflejan el nivel que alcanzó la inflación.

**Gráfico 3.4: Evolución de Indicadores de Estabilidad Monetaria (2006-2014)**



**Fuente:** Tomado de: Lage C., Esquema General de Política Monetaria en el Nuevo Marco de la Economía Cubana, 2016. Tesis Doctoral.

En el año 2014, la inflación se mantuvo oscilando aproximadamente entre un 2 y un 4 por ciento. Estos niveles volverían muy bajas las tasas pasivas reales en CUP hasta el período de un año (observar **Tabla 3.2**) y en muchos casos hasta negativas. Sin embargo, esto parece no influir demasiado en las captaciones de ahorros de los bancos a las personas, existiendo para 2014 un incremento del ahorro de 3637 millones de CUP con respecto al año anterior, según el Anuario Estadístico Nacional de 2015. Una razón que explica este fenómeno podría ser la inexistencia de otras opciones en que invertir.

A ello se podría agregar que las tasas reales a períodos mayores a un año sí se mantienen positivas, pues al ser mayores incentivan a los agentes a ahorrar a más

largo plazo. No obstante, no debe correrse ningún tipo de riesgo de que los agentes retiren sus depósitos producto de la nueva disminución de los intereses, ya que se podría incurrir en una seria crisis de liquidez en el sistema.

Tras estos planteamientos, y buscando disminuir en algún grado las limitaciones que presentan los bancos comerciales para competir por la obtención de los ahorros de los agentes de la economía, podría plantearse próximamente:

- ❖ *Imponer un límite mínimo sobre las tasas pasivas de los bancos comerciales con sus clientes que evite una excesiva disminución de la misma. Paralelamente se propone el establecimiento de un tope máximo que evite que se disminuya excesivamente el margen de intermediación financiera o se incrementen las tasas activas.* De esta forma los bancos comerciales tendrían un rango para negociar por cuotas de mercado de los ahorros de los agentes de la economía.

Tal medida debe realizarse cautelosamente, pues como muestra el **Gráfico 3.2** y la **Tabla 3.2**, los márgenes de intermediación financiera en el país no son altos. El diferencial entre los límites mínimo y máximo establecido debe ser pequeño, pues de lo contrario lo más probable es que se recorte más el margen de intermediación financiera, afectando las ya posibles ajustadas ganancias que presentan los bancos. Esta hipótesis se plantea teniendo en cuenta que las tasas de interés activas no deben incrementarse, pues el objetivo es mantenerlas bajas.

#### ***Tasas Activas de los bancos comerciales a sus clientes.***

Las tasas de interés activas ya han sufrido una leve flexibilización, presentando un margen de variación para manejar los créditos en los distintos tipos de segmentación (a excepción de los créditos de interés social para personas naturales), como muestra la **Tabla 3.2**. Existe un rango para cada plazo y para cada tipo de sujeto de crédito.

Los créditos de interés social para personas naturales se encuentran fijados completamente, pues al estar dirigidos a sujetos bajo una determinada política preferencial, se busca que las tasas presenten los valores más bajos posibles. Debe destacarse que las tasas de interés social ya se encuentran por encima de

las tasas pasivas, a diferencia de lo que ocurría anteriormente, y que hacía incurrir en pérdidas al banco comercial que brindaba el préstamo.

Los créditos para capital de trabajo e inversión si presentan un rango de manejo, el cual permite al banco comercial tratar de acuerdo a la situación de riesgo que presente el prestatario. Igualmente, se comenzarán a otorgar en un futuro créditos para el consumo, los cuales también poseen rangos de variación; y valores nominales mayores que los créditos para inversión y capital de trabajo.

Toda esta situación vuelve delicadas a las tasas activas ante un intento de aumentar el grado de flexibilización que ya poseen. Una desregulación mayor conllevaría principalmente a incrementarlas, pues es prácticamente imposible disminuirlas más sin disminuir con ello las tasas pasivas o los márgenes de intermediación financiera.

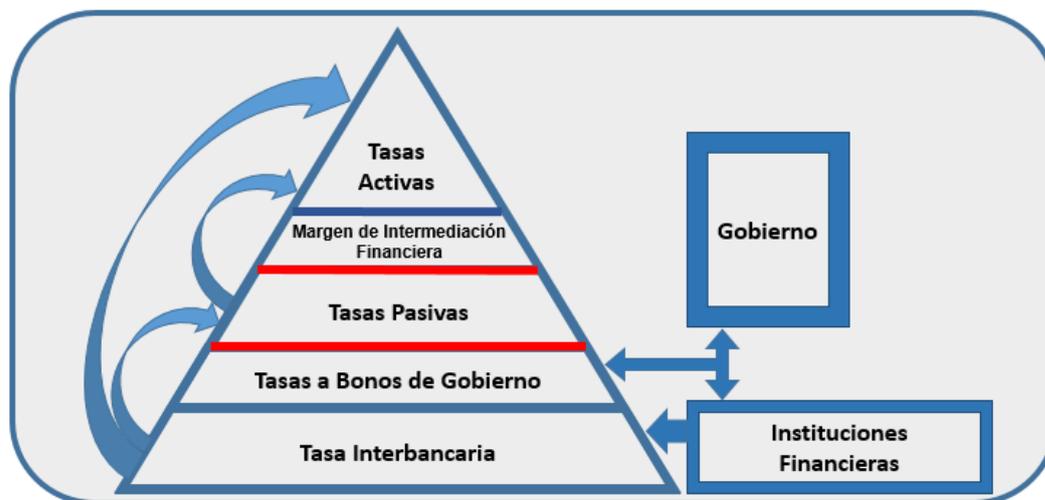
Si podría destacarse que sería provechoso que:

- ❖ *Los valores dentro del rango definido de las tasas activas se establezcan basándose por una parte en la situación que presente la tasa interbancaria en el sistema financiero, quien sería el medidor perfecto para conocer el nivel de liquidez en el mismo; y por la otra tomando como principal referente los valores que estén alcanzando las tasas pasivas correspondientes a los plazos respectivos, de acuerdo con las transformaciones ya mencionadas.*

A mayores valores alcancen las tasas pasivas dentro de sus rangos, más cerca se ubicarán las tasas activas del tope del margen de variación correspondiente. A la misma vez, la situación de liquidez del sistema financiero podría influir en acentuar o atenuar el valor que alcanzaría la tasa sobre los créditos al tomar de referencia el comportamiento de las tasas pasivas.

A continuación, el **Esquema 3.3** sintetizaría el escenario propuesto.

**Esquema 3.3: Nueva propuesta de tasas de interés en el sistema financiero cubano.**



*Fuente: Elaboración propia.*

***Topes a las tasas de interés como alternativa de subsidios.***

Finalmente, una propuesta integral necesariamente debe considerar un contexto de unificación monetaria y cambiaria, ya que estamos abocados a alcanzar dicha situación. En este sentido, podría considerarse la utilización de topes a las tasas pasivas para mantenerlas bajas, y poder brindar préstamos a tasas preferenciales a empresas estatales.

Este mecanismo no es nada novedoso en Cuba, pues ya se ha utilizado desde hace tiempo. Si se mantienen las tasas pasivas controladas a bajos niveles, a pesar de los problemas mencionados que traería, se podría estudiar si es pertinente brindar un mayor nivel de créditos a tasas preferenciales, las cuales presenten valores a la altura de las tasas de captaciones de los bancos comerciales.

Resaltaría esencialmente entre las consecuencias negativas, la distorsión en las relaciones presupuesto-empresas-sistema financiero, ya que si el estado deseara favorecer a un sector o industria en específico, debería subsidiarlo directamente para evitar cuasi fiscalidades. Así se evitaría restar eficiencia al sistema financiero, pues muchas veces las instituciones financieras encargadas de brindar el financiamiento preferente incurren en pérdidas o en ganancias insuficientes.

Destacar que esta es solo una posibilidad, debe ser analizada mucho más a fondo ya más cerca del nuevo escenario tan deseado de unificación monetaria.

Concluyendo, debe recordarse la baja relación que presentan las tasas de interés sobre algunos aspectos del sistema financiero cubano. La reducida influencia sobre las decisiones de ahorro de los agentes, la poca capacidad para afectar los altos niveles de liquidez en el sistema, y la falta de incidencia sobre el alto grado de desintermediación financiera existente; hace pensar en que deben corregirse varios inconvenientes que reducirían el alcance de los efectos positivos de la flexibilización.

Por ello, sería necesario antes de acometer el proceso, realizar una serie de transformaciones complementarias en la economía que garantizara su éxito. Seguidamente se conocerán cuáles serían las principales.

### **3.32: CONDICIONES DE PARTIDA PARA EMPRENDER EL PROCESO.**

El análisis de las experiencias internacionales abordadas en el capítulo 2 permitió entender que en muchas ocasiones el éxito o el fracaso del proceso de flexibilización de las tasas de interés en una economía ha estado determinado por las condiciones de partida. En este sentido, la situación particular de la economía cubana también supone el establecimiento de un conjunto de transformaciones previas antes de implementar la propuesta diseñada en aras de maximizar los beneficios de emprender el proceso al tiempo que se minimizan los costos.

Primeramente deberían *corregirse las leves deficiencias que aún presenta el Mercado Interbancario: las deficiencias en su funcionamiento como mercado, los excesos de liquidez aún existentes, y los pocos participantes que incurren en él.* La eliminación del CUC del sistema favorecería su desempeño, incrementando la participación de bancos como BICSA y BFI que basan sus actividades principalmente en esa moneda, y permitiendo así reflejar mejor la situación de liquidez interbancaria.

En segundo lugar es vital *el desarrollo del Mercado Primario de Deuda Pública existente*, para posteriormente poder evolucionar y complementarlo con un Mercado Secundario.

Si finalmente se logra llegar a un Mercado Secundario de Deuda Pública, y si funcionase eficientemente bajo el modelo propuesto en el subepígrafe anterior, podría estructurarse en gran medida la curva de rendimientos de las tasas de interés en el sistema financiero cubano, aunque esto sería en un futuro aún indefinido. Además, al usarse para financiar directamente al estado, se podría alcanzar una mejor asignación de los recursos en la economía.

Como inconveniente, si las tasas de interés a los bonos se elevaran, el estado presentaría mayores costos de financiamiento, pues además de que deben devolver el monto por el que se emitió el título a su vencimiento, debe pagar mayores intereses a su poseedor. Para lograrlo, debe destinar sus recursos a invertir en proyectos suficientemente rentables que le permitan afrontar estos costos.

Una tercera transformación bastante necesaria sería *solucionar las numerosas trabas impuestas a los créditos de los bancos comerciales a los agentes de la economía, principalmente al sector no estatal*. Tales barreras están dadas por la gran cantidad de información y de colaterales que solicitan los bancos en el país, a causa de grandes problemas de información asimétrica, lo que se traduce en un muy alto riesgo.

De esta manera, los bancos intentan protegerse de los problemas de selección adversa y riesgo moral. Además, en Cuba se presentan también serios problemas de verificación costosa de los estados de la naturaleza, pues la capacidad que presenta el banco comercial para comprobar si su dinero se utiliza para el motivo solicitado es muy baja, lo que conlleva a una protección aún mayor.

Por tanto, los problemas de funcionamiento del mercado que resultan en información asimétrica deben perfeccionarse, buscando disminuir los altos colaterales que establecen los bancos comerciales para protegerse. Esto afecta la demanda de créditos sector no estatal principalmente, afectando el desarrollo del mismo sector y desestimulando la inversión en el país.

Si se solucionara este problema, aumentaría el peso del crédito en la economía, y podrían manejarse de manera más eficiente el tratamiento a las tasas de interés activas; permitiendo variar los intereses a que se presta dentro de los márgenes

establecidos, como se propuso en el subepígrafe anterior. Inclusive existe la probabilidad de que disminuyendo los colaterales solicitados, y elevando gradualmente la tasas de interés (para ello deben haberse corregido los problemas de información asimétrica), también se eleve el peso del crédito en la economía; pues los agentes al poseer más libertad para recibir préstamos podrían estar dispuestos a pagar mayores costos.

Si la situación no se solucionara, al seguir siendo muy complicado para los bancos conocer la verdadera situación financiera de sus clientes, una disminución de los colaterales podría dar entrada a agentes que presenten mayores riesgos. Esto podría desencadenar en mayores problemas de selección adversa y riesgo moral, perjudicándose la asignación de los recursos en la economía.

En cuarto lugar sería necesario *lograr un ambiente de estabilidad macroeconómica en el mediano-largo plazo, principalmente con niveles de inflación controlados*. Una situación macroeconómica estable brinda mayor credibilidad de las personas sobre la moneda y sobre las instituciones financieras, aumentando su confianza para adquirir títulos de gobierno y para depositar su dinero en las instituciones financieras.

En una situación estable y controlada, se evitarían crisis bancarias desencadenadas por problemas de liquidez en el sistema, que se podrían ocasionar por la desconfianza de los clientes en la moneda y las instituciones financieras, pudiendo recurrir estos a retiros masivos de sus ahorros. Una reacción semejante de los agentes podría resultar si altos niveles de inflación rebasan demasiado los niveles de las tasas de interés pasivas, volviendo las tasas reales muy negativas y eliminando la rentabilidad real de los ahorros.

Otro cambio que se volvería necesario para fortalecer el proceso de desregulación parcial, sería *el tránsito del uso de instrumentos directos hacia una mayor utilización de los instrumentos indirectos de política monetaria*. La creación de un Mercado de Deuda Pública permitiría la aparición de Operaciones de Mercado Abierto, las cuales son de gran efectividad para incidir sobre las tasas de interés. Sin embargo, teniendo en cuenta que aún existirían controles en el sistema de tasas de interés, los instrumentos directos seguirían jugando un papel importante dentro de la economía.

En sexto lugar, y como una de las más importantes y complicadas transformaciones, se encontraría *la solución al problema de la dualidad monetaria y cambiaria existente en Cuba*. Tal escenario impide conocer claramente la verdadera situación del sistema financiero del país, pues las distintas monedas y los diferentes tipos de cambio por sectores distorsionan el análisis del mismo. Con la unificación monetaria, se solucionaría el inconveniente fundamental que presenta el Mercado Interbancario actualmente, pues al operar con la única moneda que circularía en el sistema, se conocería efectivamente el nivel de liquidez que presenta. Ello favorecería la participación de todos los bancos en el funcionamiento de este mercado.

Sin embargo, la eliminación de la dualidad es también un tema muy delicado, pues al eliminar los subsidios implícitos en los tipos de cambio a las empresas estatales, podría llevar a la quiebra a una gran parte de estas que no sean rentables, o a necesitar subsidios del Presupuesto del Estado.

Otra mejora igual de importante para apoyar este proceso sería *alcanzar un nivel superior de autonomía de las autoridades monetarias dentro del sistema financiero*, que permita reducir el peso de la gestión administrativa en el funcionamiento del mismo. De esta manera, las relaciones se basarían más en mecanismos de oferta y demanda, permitiendo perfeccionar el rol del banco central como juez de las actividades financieras.

Finalmente, sería necesario *mejorar la educación financiera de la sociedad en su conjunto, apoyado en una mayor publicación sistemática de estadísticas y análisis por parte de las autoridades monetarias*, que puedan servir al público general y especializado para hacer sus propias evaluaciones sobre el entorno monetario.

Dicha transformación permitiría el conocimiento de los agentes de la economía de la situación que presenta el sistema, además de mantenerlos al tanto sobre los nuevos instrumentos financieros disponibles en el mercado. Así, se fortalecería el papel que jugaría las tasas de interés en el sistema financiero. Si la población es capaz de comprender las señales que envía esta variable sobre el comportamiento del mercado, y es mantenida al tanto del comportamiento de la misma por las autoridades monetarias en los distintos niveles de los mercados financieros,

aumentarían las variantes para la realización de política monetaria en la economía, a través de la importancia que cobraría la tasa de interés en la misma.

En sentido general, son varias las transformaciones que necesitan realizarse en la economía cubana para que las desregulaciones parciales en el sistema de tasas de interés tengan el éxito esperado. Como mostraron experiencias de otras naciones, es importante no apresurarse en realizar el proceso de desregulación sin antes haber hecho los cambios pertinentes, aunque tampoco sería beneficioso tomarse demasiado tiempo por los nuevos problemas que podrían salir a relucir en el país. Acorde con los nuevos mecanismos de mercado que han aparecido en el sistema, debería analizarse seriamente la posibilidad de concretar las opciones mencionadas, para fortalecer y mejorar el funcionamiento de tales mecanismos.

Concluyendo, se puede esperar que las implementaciones propuestas sobre el sistema de tasas de interés en Cuba perfeccionen el funcionamiento de esta variable en la economía. Así se podría lograr que las tasas de interés reflejen mejor la situación de liquidez del sistema financiero, y a la misma vez mejoren la asignación de los recursos en lo que a rentabilidad se refiere. Igualmente, sería posible con ello la activación de nuevos canales de transmisión de política monetaria, de los que se carece actualmente. Todo esto, apoyado en transformaciones que son esenciales para desarrollar este proceso.

## CONCLUSIONES

- La pertinencia de emprender un proceso de liberalización de las tasas de interés y el éxito del mismo descansa en varios pilares fundamentales, entre los que destacan: el grado de desarrollo de los mercados financieros, la existencia de controles de capitales y la estabilidad macroeconómica. Paralelamente, la necesidad que presente el país de mantener las tasas bajas será un factor decisivo en la decisión de establecer controles sobre las tasas.
- Las experiencias analizadas reflejan que no existe un período de tiempo idóneo para concretar el proceso de desregulación sobre las tasas de interés. Cada país se toma el tiempo que necesite de acuerdo con la situación macroeconómica, sus objetivos de política, sus condiciones de partida y sus capacidades para concretar el accionar necesario. Sin embargo, demorar demasiado el proceso puede conllevar a nuevos problemas internos tal como ilustró el caso de China.
- Tras las transformaciones definidas en el VI Congreso del Partido, se han desarrollado nuevas estructuras en el sistema financiero que permitirían flexibilizar en algún grado las tasas de interés en la economía. La creación de un Mercado Interbancario, el desarrollo de un Mercado de Deuda Pública y las nuevas políticas crediticias a partir de 2012, han sido las principales transformaciones que emiten señales sobre la necesidad de emprender este proceso.
- Debido a las atípicas características que presenta la economía cubana, no sería pertinente realizar una desregulación en amplio grado de las tasas de interés en el sistema financiero. Los principales factores que lo impiden son: el aún bajo nivel de desarrollo que presentan los mercados financieros del país, la necesidad de mantener las tasas activas bajas, y la falta de una estabilidad económica consistente.
- Debería tomarse la tasa interbancaria del sistema financiero como referencia, para las variaciones que puedan experimentar las tasas de interés que sean gradualmente desreguladas a niveles más complejos de mercados financieros.

- Las tasas de interés de los Bonos del Gobierno deberían estructurarse a partir de las relaciones de mercado entre las instituciones financieras y el Presupuesto del Estado.
- Sería pertinente imponer un límite mínimo sobre las tasas pasivas de los bancos comerciales con sus clientes que evite una excesiva disminución de la misma, junto con un tope máximo que evite que se disminuya excesivamente el margen de intermediación financiera o se incrementen las tasas activas. Igualmente, sería riesgoso ejercer un mayor nivel de flexibilización sobre las tasas activas de los bancos a sus clientes, pues ya existe un rango de manipulación a las mismas. Los márgenes que ya presentan las tasas activas deberían manejarse basándose por una parte en la variación de las tasas pasivas del plazo correspondiente, y por la otra en la situación que presente la tasa interbancaria en el sistema financiero.
- Son necesarias varias transformaciones complementarias para alcanzar el éxito en el proceso, destacando el desarrollo de un Mercado Primario de Deuda Pública que sienta las bases para un futuro Mercado Secundario; y la necesidad de solucionar los problemas de información asimétrica existentes en el mercado de créditos. Además, debe concretarse la unificación monetaria, en paralelo con la estabilización de la situación macroeconómica en el país.
- Una mayor flexibilización del sistema de tasas de interés en Cuba permitiría reflejar claramente la situación de liquidez del sistema financiero, mejorando a la vez la asignación de los recursos en lo que a rentabilidad se refiere. También sería posible la activación de nuevos canales de transmisión de política monetaria, principalmente el canal del crédito bancario. De esta forma no solo se alcanzaría una mayor eficacia de la política monetaria, sino también un mejor desempeño del sistema financiero en su conjunto.

## RECOMENDACIONES

- Desarrollar otras investigaciones que profundicen y sirvan de complemento a los análisis expuestos en el trabajo.
- Presentar los principales resultados de la investigación a la dirección de política monetaria del Banco Central de Cuba para valorar su posible implementación.
- Incorporar los resultados obtenidos como material docente de apoyo a las asignaturas de Macroeconomía de la Facultad de Economía de la Universidad de La Habana.
- Evaluar la posibilidad de brindar un mayor nivel de créditos a tasas preferenciales, que permita suplir los subsidios implícitos en el tipo de cambio del que disfrutaban las empresas estatales actualmente, y que desaparecerían tras la unificación monetaria.
- Debe trabajarse en aumentar la educación financiera de la sociedad en su conjunto, apoyado por una mayor publicación sistemática de estadísticas y análisis por parte de las autoridades monetarias.

## Bibliografía

- Alexander, W., Baliño, T., & Enoch, C. (1995). *The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy*. Washington DC: International Monetary Fund.
- Álvarez, G. (2013). La generalización del Quantitative Easing y su repercusión en la estabilidad financiera global . *Instituto Español de Estudios Estratégicos*.
- Álvarez, J. (2013). *La Banca Española ante la actual crisis financiera* . Banco Santander.
- Barceló, A. (2015). *Mercado de Deuda Pública en el contexto de Actualización del Modelo Económico Cubano*. La Habana: Banco Central de Cuba.
- Barceló, A. (2016). *Apuntes sobre el marco institucional de la financiación pública en Cuba*. La Habana: Banco Central de Cuba.
- Bergara, M., & Vilma, H. (2011). *Transformaciones Económicas en Cuba: una perspectiva institucional*. La Habana: Facultad de Economía.
- Bindseil, U. (2004). *The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve doctrine position*. European Central Bank Working Papers (372).
- Calzado, Y., & Roselló, D. (2015). *Desarrollo de los Mercados Financieros: Lecciones para Cuba*. La Habana: Departamento Política Monetaria BCC.
- Castro, M. (2009). *Mecanismos Financieros en el Período del socialismo clásico*. La Habana: Editorial de Ciencias Sociales.
- Cecilia, P. L. (2012). *Tasas Internacionales de Interés*. Resumen Ejecutivo de Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador.
- Colectivo de Autores. (2012). ABCé de la Banca Central. Los Instrumentos de Política Monetaria. *Banco Central de Cuba*.
- Colectivo de Autores. (2012). ABCé de la Banca Central. Los Instrumentos de Política Monetaria. *Banco Central de Cuba*.
- Colectivo de Autores. (2012). *Tasas de interés bajas: ¿más riesgos que ventajas?* BPI No.80 Informe Anual.
- Colectivo de Autores. (2015). *Anuario Estadístico de Cuba*. La Habana: ONEI.
- Colectivo de Autores. (2016). *Claves para entender cómo China intenta apuntalar los mercados*. Obtenido de [http:// cronistacomercial.com](http://cronistacomercial.com).
- Cruz, S. K. (2014). *Aproximación a la implementación de las OMA en Cuba*. La Habana: Facultad de Economía.

- Delgado, O. M., & López, M. M. (2002). *Análisis del margen de intermediación financiera de los bancos estatales de Costa Rica*. Tesis de Licenciatura.
- Doimeadiós, Y., & Vilma, H. (2012). *Fiscalidad, equilibrio externo e interno en la economía cubana: avances y desafíos*. Facultad de Economía, Universidad de La Habana.
- Espinoza, J. (1995). *Profundización y Represión Financiera en Costa Rica*. Escuela de Economía, Universidad Nacional.
- Fajardo, J. (2015). *Tasas de Interés*. Ciudad de Guatemala: <http://www.monografias.com>.
- Feridum, M. (2004). *Russian financial crisis of 1998: An econometric investigation*. International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies Vol.1-4.
- Gallero, L. A. (2000). *Uruguay: Estrategias Espaciales del Sector Bancario*. Universidad de la República de Uruguay.
- Garay, U. (2005). *Los mercados de capitales con aplicaciones al mercado venezolano*. Nota de Estudio No.11. IESA.
- González, H., Jadresic, E., & Jaque, F. (2005). *Relación entre tasas de interés internas y externas*. Revista Economía Chilena Vol 8.
- Gray, S., & Hoggart, G. (1997). *Introducción a las Operaciones Monetarias*. Londres: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.
- Gray, S., & Talbot, N. (2009). *Desarrollo de los Mercados Financieros*. Bank of England, Ensayo 81.
- Held, G. (1994). *Revista de la Cepal, No.54*. Santiago de Chile: Cepal.
- Jaime, D. (2012). *Tasas de Interés*. Buenos Aires: Universidad de Ciencias Administrativas y Tecnológicas.
- Jiménez, R. (2011). *La mejora regulatoria en Costa Rica*. Academia de Centroamérica .
- Korosteleva, J., & Lawson, C. (2009). *The Belarusian Case of Transition: Whither Financial Repression?* . Bath, U. K.: Department of Economics, University of Bath.
- Lage, C. (2011). *Principios para la medición de la emisión monetaria en Cuba*. La Habana: Universidad de La Habana.
- Lage, C. (2016). *Esquema General de Política Monetaria en el nuevo escenario de la economía cubana*. La Habana: Facultad de Economía.

- Lage, C., & Enrique, G. (2016). *Institucionalidad y Banca en Cuba*. La Habana: Banco Central de Cuba.
- León, D., & Quispe, Z. (2010). *El Encaje como instrumento no convencional de Política Monetaria*. Departamento de Política Monetaria del BCRP.
- Lingang, S. (2001). *Interest Rates Liberalization in China and the implications for Non-State Banking*. Australian National University.
- Lis, E., & Koliadina, N. (2012). *Republic of Belarus: Selected Issues*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Loría, M. A. (2013). *El Sistema Financiero Costarricense en los últimos 25 años: Estructura y Desempeño*. Academia de Centroamérica.
- Margarita, D. (2003). *La estructura a plazo de las tasas de interés y su capacidad de predicción de distintas variables económicas*. Bogotá: Revista Reportes del Emisor.
- Mendoza, O. (2003). *The differential impact of real interest rates and credit availability on private investment: evidence from Venezuela*. Texas: Central Bank of Venezuela.
- Mishkin, F. S. (2008). *Moneda, Banca y Mercados Financieros*. Pearson Educación.
- Munzele, S., & Henriquez, C. (2014). *Policy Research Working Paper 7070: Interest Rate Caps around the World*. World Bank Group.
- Noya, N. (1998). *Perspectivas del desarrollo del Sistema Bancario Uruguayo*. Montevideo: AEBU Documentos.
- Orellana, W., Lora, O., Mendoza, R., & Boyá, R. (2000). *La política monetaria en Bolivia y sus mecanismos de transmisión*. La Paz: Banco Central de Bolivia.
- Ospina, P. (1995). *Los Efectos de la regulación en el margen de intermediación de las tasas de interés en Colombia*. Borradores Semanales de Economía.
- Park, W.-A. (1996). *Financial Liberalization: The Korean Experience*. Chicago: University of Chicago Press.
- Parra, L. (1996). *Política Neoliberal en Venezuela*. Libro "La Euforia Neoliberal en Venezuela".
- Parra, L. (1999). *Política Neoliberal en Venezuela: Liberalización de las Tasas de Interés*. La Euforia Neoliberal en Venezuela.
- Pérez, C. (2011). *Metodología para la Planificación y Gestión de la Política Monetaria en el segmento de la población de la economía cubana*. La Habana: Tesis de Doctorado. Universidad de La Habana.

- Perez, C., Vilma, H., & Hernández, E. (2003). *Aproximación al estudio de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en Cuba*. La Habana: Revista Economía y Desarrollo.
- Pingfan, H. (2013). *China ante el Desafío de las Tasas de Interés*. Obtenido de [http:// project-sndicate.com](http://project-sndicate.com).
- Roca, R. (2002). *La Tasa de Interés y sus principales determinantes*. Lima: Universidad Nacional Mayor San Marcos.
- Romer, D. (2002). *Macroeconomía Avanzada*. Barcelona: McGraw Hill.
- Roselló, A. (2013). *Mercado Interbancario en Cuba*. Facultad de Economía, Universidad de La Habana.
- Ruiz, F. (2001). *Breve recuento de la crisis brasileña de los años noventa*. Tomado de <https://www.gestiopolis.com>.
- S, G., & G, H. (1997). *Introducción a las operaciones monetarias*. Londres: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.
- Sherman, M. (2009). *A Short History of Financial Deregulation in the United States* . Washington DC: Center for Economic and Policy Research .
- Shingang, L. (2014). *Situación Actual de la Gestión de los Tipos de Interés*. Academia de Investigación Económica de la Comisión Nacional de Desarrollo y Reforma, China.
- Song, L. (2001). *Interest Rate Liberalization in China and the implications for non-state banking*. Australian National University.
- Torres, C., Mora, C., & Castillo, D. (2008). *Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria en Costa Rica*. Banco Central de Costa Rica.
- Villalobos, L., Torres, C., & Madrigal, J. (1999). *Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria: Marco Conceptual (Primer Documento)*. Banco Central de Costa Rica.
- Villamichel, P. (2013). *Tasas de Interés Variables y la Transición a un Sistema de Metas de Inflación*. Informe Estado de la Nación.
- Vilma, H. (2015). *Políticas macroeconómicas en Cuba: un enfoque institucional*. Montevideo: Universidad de la República.
- Vilma, H., & Perez, C. (2010). *Estabilidad y política monetaria en la economía cubana*. Banco Central de Cuba.
- Wei, L., & Sampawende, T. (2014). *China's Monetary Policy and Interest Rate Liberalization: Lessons from International Experiences*. IMF Working Paper.

Zacharie, A. (2011). *Los Mercados Financieros*. Rebelion.

Zapata, S. I. (2005). *Historia del Sistema Financiero Colombiano*.

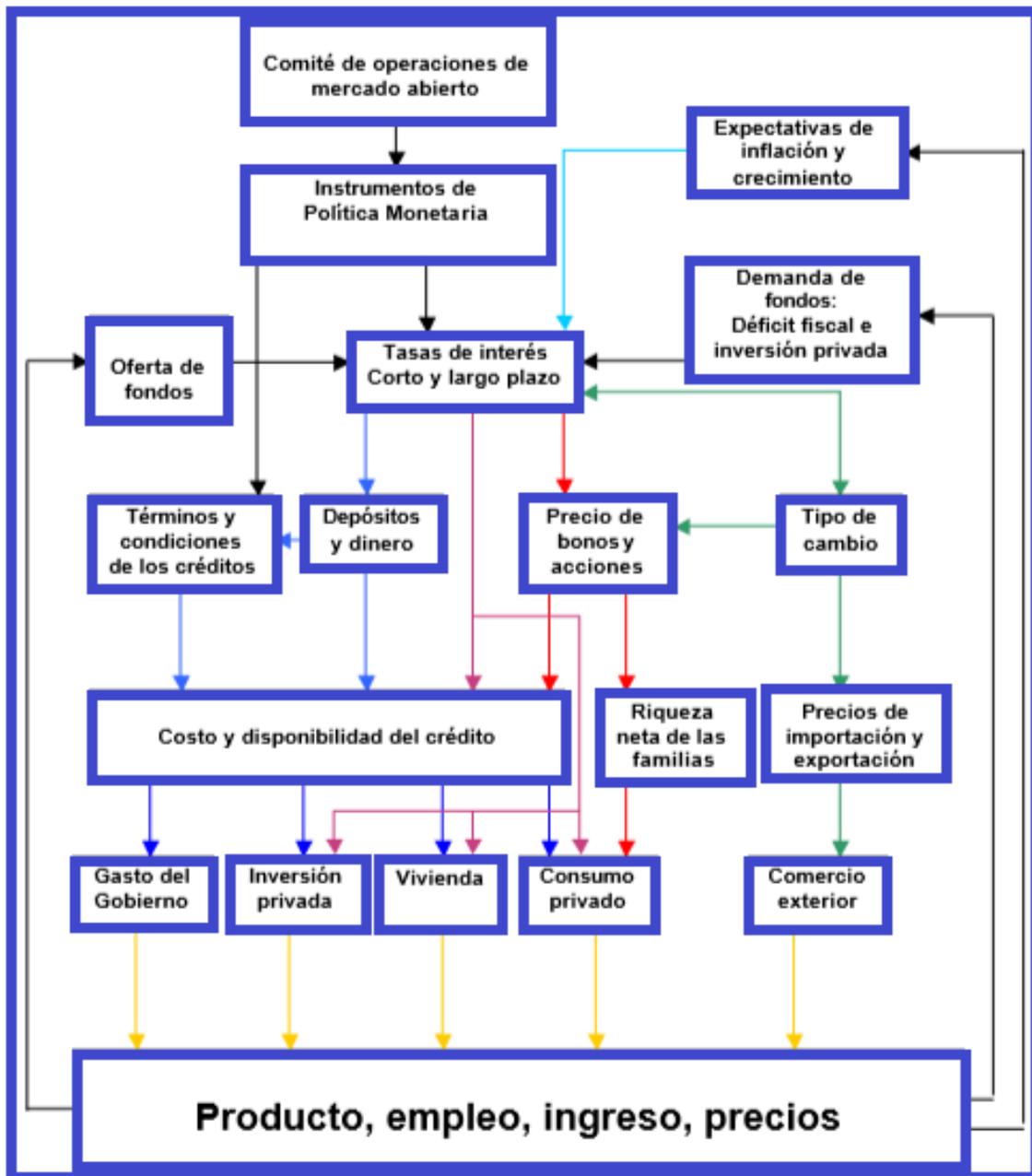
[www.gacetafinanciera.com](http://www.gacetafinanciera.com) .

Zuluaga, B. (2004). *La Política Monetaria: Teoría y Caso Colombiano*. Universidad de ICESI.

Zulueta, H. (1997). *Una visión general del Sistema Financiero Colombiano*.

Borradores Semanales de Economía.

## ANEXO 1: TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



Fuente: Tomado de (Villalobos, Torres, & Madrigal, 1999).

### Canal de Transmisión de la Tasa de Interés



El incremento de la oferta monetaria (M) produce una disminución en la tasa de interés nominal y, tomando en cuenta que los precios la economía no se ajustan instantáneamente, disminuye la tasa de interés real (i) de corto y largo plazo. Dado que esta variable es una medida del costo financiero, desestimula la inversión de las empresas (I) y los gastos en bienes de consumo de las familias © en el presente, lo que a su vez conduce a una reducción de la demanda agregada y del producto real (Y).

### Canal del Crédito Bancario



Una política monetaria restrictiva afecta directa e indirectamente la posición financiera de los deudores. En primer lugar, si se mantienen deudas a tasa flotante, los aumentos de la tasa de interés incrementan los gastos financieros, lo cual reduce los flujos de caja netos. En segundo lugar, aumentos de la tasa de interés implican un precio menor para los activos lo que, entre otras cosas, reduce el valor de las garantías ofrecidas e incrementa los problemas relacionados con el riesgo moral y la selección adversa. En tercer lugar, si los niveles de gasto de los clientes se reducen, las utilidades de la empresa serán menores, lo cual erosiona la posición patrimonial de la empresa y su récord crediticio en el tiempo.

### Canal del Precio de Otros Activos



El esquema representado corresponde al Canal del Precio de Otros Activos, actuando a través de la Hipótesis del Ciclo de Vida<sup>69</sup> en el consumo. Una política monetaria restrictiva, reduciría el precio de las acciones de las empresas, afectándose negativamente la riqueza de los consumidores que poseen este tipo de títulos, lo que guiaría a una reducción de sus gastos de consumo y por tanto de la demanda agregada y del producto.

<sup>69</sup> Se suelen mencionar dentro de este mecanismo dos importantes vías de transmisión de la política monetaria: la teoría q de James Tobin sobre el comportamiento de los gastos de inversión de las empresas, y los efectos de la riqueza sobre el consumo basados en la Hipótesis del Ciclo de Vida de Franco Modigliani (Villalobos, Torres, & Madrigal, 1999).

### Canal de las Expectativas



Las Autoridades Monetarias emiten señales a la economía sobre los objetivos inflacionarios, lo que debe estar respaldado por un nivel de credibilidad y de consistencia temporal para que influya sobre los agentes. Si los agentes interpretan que la inflación disminuirá, las tasas de interés para mediano y largo plazo también serán menores<sup>70</sup>, pues se vuelve más sencillo alcanzar tasas reales positivas. Por tanto, se abarataría el costo del financiamiento (Villalobos, Torres, & Madrigal, 1999).

---

<sup>70</sup> Esto es de vital importancia sobre la financiación del gobierno, pues los agentes estarán dispuestos a recibir menores intereses mientras menores niveles de inflación existan en el futuro, ya que se mantendrían los rendimientos reales en valores positivos.