

Gestión de tesorería gubernamental: Su interacción con otras políticas financieras

Mike Williams

Departamento de Finanzas Públicas

FONDO MONETARIO INTERNATIONAL

Departamento de Finanzas Públicas

**Gestión de tesorería gubernamental:
Su interacción con otras políticas financieras**

Elaborado por Mike Williams

Autorizada su distribución por Carlo Cottarelli

Julio de 2010

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD: Esta Nota Técnica de Orientación no debe considerarse representativa de la opinión del FMI. Las opiniones expresadas en esta Nota son las del autor y no necesariamente representan las del FMI, o las políticas del FMI.

Números de clasificación JEL:	H62, H63, H68
Palabras clave:	gestión de tesorería gubernamental, gestión de caja, gestión de deuda, políticas financieras
Correo electrónico del autor:	mike.williams@mj-w.net

Gestión de tesorería gubernamental: Su interacción con otras políticas financieras

Mike Williams

En esta nota¹ se analizan los siguientes temas principales:

- Qué significa buenas prácticas en la gestión de tesorería gubernamental; y cómo interactúan con otras políticas.
- Por qué es importante una estrecha coordinación o integración entre la gestión de deuda y la gestión de tesorería.
- Cómo pueden en la práctica los responsables de la gestión de tesorería desarrollar políticas más activas; cuáles son los posibles beneficios de estas políticas para el desarrollo del mercado financiero; y sus repercusiones en la política monetaria.
- Su significado respecto de las estructuras institucionales: de los responsables de la gestión de deuda y la gestión de tesorería, y respecto de su interacción con el banco central.

Esta nota ofrece orientación en materia de políticas, instituciones y prácticas para los gobiernos que buscan desarrollar una función de gestión de tesorería más avanzada, especialmente para avanzar hacia una gestión de tesorería más activa². Esto supone la intervención en el mercado financiero por parte del organismo responsable de la gestión de tesorería gubernamental, con el objetivo de suavizar el perfil previsto a corto plazo de los saldos netos de efectivo del gobierno. La nota es especialmente aplicable para los países de mercados emergentes donde ya funciona a nivel nacional un mercado monetario y de títulos públicos, aun si estos mercados no están necesariamente bien desarrollados. Sin embargo, es menos pertinente para los países de bajo ingreso sumamente dependientes del financiamiento de donantes y préstamos o créditos de carácter concesionario y que no tienen ni siquiera un mercado financiero nacional de carácter limitado³.

Tras hacer una breve revisión general sobre las buenas prácticas de gestión de caja, esta nota se centra en la interacción entre la gestión de tesorería y la gestión de deuda, lo cual lleva a analizar la

Nota: Mike Williams fue Director Ejecutivo de la Oficina de Gestión de Deuda del Reino Unido y forma parte del panel de expertos del Departamento de Asuntos Fiscales.

¹Esta nota se ha beneficiado de los comentarios de Ian Lienert, Israel Fainboim, Brian Olden, John Gardner, Tej Prakash y Allison Holland (todos funcionarios del FMI), Antonio Velandia (Banco Mundial) e Ian Storkey (consultor).

²Esta nota complementa el trabajo de Lienert (2009).

³Aunque la programación y la previsión de caja pueden ser igualmente fundamentales para estos países.

interacción de la gestión de tesorería con la política monetaria y el desarrollo del mercado financiero. Después de analizar las cuestiones relativas a las políticas, se abordan los temas institucionales: cómo debería ser la coordinación entre los responsables de la gestión de tesorería y los responsables de la gestión de deuda; y cómo deberían coordinar sus funciones con las del banco central⁴.

En este documento, las referencias al ministerio de Hacienda deben interpretarse como el responsable de las funciones de tesorería, sin perjuicio de que algunos países tienen un departamento u organismo de tesorería independiente del mismo. También puede existir una unidad de gestión de deuda (UGD) integrada en el ministerio de Hacienda, o establecida de forma independiente (por ejemplo, una oficina de gestión de deuda, OGD). La UGD o la OGD pueden realizar funciones de gestión de caja, aunque habitualmente estas funciones se comparten con el ministerio de Hacienda.

La gestión de tesorería y otras políticas financieras

Gestión de tesorería: Generalidades

El recuadro 1 resume el consenso general sobre lo que constituyen buenas prácticas en la gestión de tesorería gubernamental.

Recuadro 1. Características clave de las buenas prácticas en la gestión de tesorería gubernamental

Centralización de los saldos de caja gubernamentales y establecimiento de la Cuenta Única de Tesorería (CUT).

Sistemas modernos: un marco adecuado para tramitar y contabilizar las transacciones (reducción de los pasos administrativos necesarios para tramitar las transacciones del gobierno, uso de transacciones electrónicas); sistemas modernos bancarios, de pagos y de liquidación.

Capacidad para realizar proyecciones correctas de las entradas y salidas de efectivo a corto plazo.

Sólida interacción institucional, que abarque en particular:

- El intercambio de información entre los responsables de la gestión de caja, los organismos de recaudación de ingresos y los ministerios ejecutores del gasto (así como cualquier organismo relevante de los ministerios).
- Coordinación estrecha entre la gestión de deuda y la gestión de caja.
- Acuerdos oficiales entre el ministerio de Hacienda y el banco central con respecto a los flujos de información y sus respectivas responsabilidades.

Uso de instrumentos a corto plazo (letras de tesorería, acuerdos de recompra (*repos*) y repos inversos, depósitos a plazo fijo, etc.) para ayudar a gestionar los desfases entre los momentos de pago y los saldos de efectivo disponibles.

⁴Tanto el FMI como el Banco Mundial han subrayado que una mala gestión de tesorería puede ser costosa y perjudicar otras políticas. “Los resultados del programa conjunto de asistencia técnica del Banco Mundial y el FMI para la gestión de deuda pública y desarrollo del mercado indican que una débil gestión de tesorería gubernamental es un impedimento importante para la gestión de deuda pública y el desarrollo del mercado de deuda”, véase la introducción en Mu (2006).

El sistema de Cuenta Única de Tesorería

La CUT es un requisito esencial para una gestión de tesorería moderna. Supone la consolidación de todos los saldos de efectivo del gobierno en una sola cuenta, en general y preferiblemente, en el banco central. Esta consolidación permite que el ministerio de Hacienda minimice el volumen de los saldos de caja inactivos en el sistema bancario, y realizar el consiguiente ahorro de costos. Este se obtiene de los intereses ahorrados al usar los excedentes de efectivo de un sector de actividad del gobierno para cubrir la escasez de efectivo de otro. Si los recursos de efectivo no están consolidados, las necesidades de efectivo adicionales deben financiarse mediante préstamos.

No existe una única forma óptima de interacción entre la CUT y los mecanismos de tramitación o pago de las facturas por parte del gobierno. La aprobación de todas las transacciones de gasto del gobierno puede centralizarse en el ministerio de Hacienda. Otra opción es que cada unidad sea responsable de los pagos del gobierno y tenga cuentas independientes en el sistema bancario a estos efectos. El banco central (o el ministerio de Hacienda directamente) puede estar a cargo de tramitar los ingresos y pagos a través de los sistemas locales de liquidación y compensación interbancaria o puede confiarse la tarea al sector bancario. En varios países funciona un sistema híbrido a través del cual los ingresos y pagos más importantes se realizan directamente a través de la CUT, pero las transacciones más pequeñas se confían al sistema bancario comercial. En cualquiera de estas opciones es importante que todos los saldos pendientes en el sistema bancario sean “barridos” nuevamente a la CUT de un día para el otro. Compete entonces a los responsables de la gestión de tesorería gubernamental decidir si los saldos netos se prestarán nuevamente al sistema bancario.

La CUT suele incluir múltiples subcuentas, por ejemplo, para mantener la identidad contable particular (o el mayor) de los ministerios, los organismos y departamentos tributarios⁵. Si es necesario, se pueden establecer límites de desembolso de efectivo para cada entidad ejecutora del gasto con respecto a estos mayores. A los efectos de la gestión de caja, los saldos positivos y negativos de estas cuentas se compensan en la cuenta principal de la CUT: la cuenta que se encuentra en la cúspide de la estructura jerárquica⁶.

Esta distinción entre cuentas del mayor y las cuentas bancarias en sí es importante. La facultad jurídica de gastar de una unidad del gasto no está representada en verdadero efectivo. En un momento dado, los permisos acumulados para gastar pueden superar con creces el efectivo disponible en la cuenta principal. Esto no plantea un problema mientras haya efectivo disponible al momento de concretar los pagos.

⁵Fainboim y Pattanayak (2010) enumeran los tipos de cuentas bancarias que pueden considerarse parte del sistema de la CUT. Este trabajo explica las características y beneficios fundamentales de la CUT, analiza modelos y métodos para su elaboración, así como los requisitos previos y la secuencia de su aplicación fructífera.

⁶En algunos países, el ministerio de Hacienda puede mantener varias cuentas bancarias en el banco central y tener la capacidad de hacer transferencias de efectivo entre las mismas. Este sistema tiene algunas de las características de la CUT. No obstante, si la transferencia depende de una decisión de política diaria es probable que sea mucho menos eficiente y confiable, y esté más sujeta al riesgo operativo, que una conciliación automática y completa.

El tema central aquí son las cuentas en moneda nacional. El ministerio de Hacienda también puede mantener cuentas en divisas en el banco central para cumplir sus obligaciones externas. Sin embargo, en general esto no resulta eficiente. Es preferible que el ministerio de Hacienda obtenga los recursos en divisas cuando los necesita, normalmente del banco central (que decide si las comprará en el mercado o recurrirá a sus propias reservas). Otra opción es que el ministerio de Hacienda mantenga subcuentas en divisas dentro de la CUT que se gestionen como cuentas fungibles con las cuentas en moneda nacional.

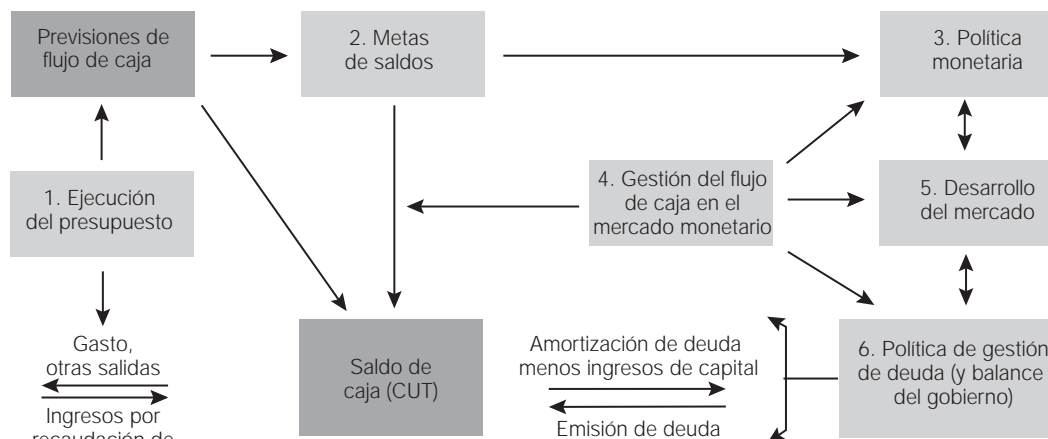
En algunos países, los saldos del gobierno se mantienen fuera del banco central, pero en un banco comercial de propiedad del gobierno. Este modelo podría debilitar el margen de maniobra del ministerio de Hacienda en la gestión de sus flujos de caja, a menos que exista un acuerdo marco entre los organismos que confiera al ministerio de Hacienda el control inequívoco sobre todos los saldos del gobierno respaldado por un flujo de información. Esta estructura expone al gobierno a un riesgo moral, en particular en épocas de dificultades financieras, y posiblemente también a un riesgo crediticio, aunque sea el gobierno mismo el que respalde a los bancos. También puede ocurrir que falte transparencia financiera si no se pagan intereses sobre los saldos ni honorarios por los servicios; y que se generen subsidios cruzados, vinculados a las demoras entre la recepción de los bancos de la recaudación de impuestos y la transferencia de estos ingresos a la cuenta principal del gobierno. A nivel más general, este modelo también plantea un grado mayor de complejidad debido a la necesaria coordinación y hace que el intercambio de información sea más complicado y pueda generar tensiones operativas con el banco central.

Previsión de flujo de caja

La previsión de los flujos de caja futuros es parte fundamental para un sistema de gestión de tesorería más activo. La separación entre las autorizaciones para ejecutar los gastos y la realización de pagos concretos en efectivo significa que la previsión se debe centrar en las entradas y salidas de fondos de la CUT. Lo ideal es contar con pronósticos de flujos de efectivo diarios que pasan por la CUT correspondientes a los tres meses siguientes, como mínimo. Esto se debe complementar con la capacidad de monitorear los cambios reales en el saldo total de la cuenta principal de la CUT a la mañana siguiente y, si es posible, en tiempo real.

Realizar pronósticos acertados es un reto para todos los países. Existe una amplia variedad de técnicas aplicables en los sistemas de previsión (véase Lienert, 2009) que suelen utilizar la información ascendente, es decir, la información detallada con la que cuentan los ministerios ejecutores y los departamentos tributarios, y el análisis descendente, es decir, la variación de los gastos e ingresos totales a lo largo del tiempo. Es importante destacar el uso que se le da a la información de los departamentos ejecutores de gastos y de recaudación pertinentes. En general, estos departamentos están más cercanos a las transacciones que el ministerio de Hacienda y deberían monitorear tanto los flujos de caja previstos como los reales, tanto de ingresos como de gastos. Esto requiere redes de información eficaces, tanto en el plano personal como de los sistemas. Más adelante se analizará quién está en mejores condiciones de elaborar estas previsiones.

Gráfico 1. La gestión de tesorería y su interacción con otras políticas



Fuente: Williams (2009).

Interacción entre las políticas

La CUT es el eje en torno al cual gira la política de gestión de caja. La forma en que los responsables de la gestión de tesorería interactúan con otras funciones tiene repercusiones importantes para una variedad de políticas financieras más generales. Estas interacciones se ilustran en el gráfico 1.

La CUT fluctúa con los ingresos y egresos de efectivo generados por la recaudación de impuestos, los gastos y las transacciones de deuda u de capital. La primera decisión en materia de política es determinar la forma en que los procesos de ejecución del presupuesto y los de pago van a interactuar con los flujos de gastos (por ejemplo, los mecanismos de aprobación del gasto y su relación con el momento en que estos se deben realizar). La segunda decisión se relaciona con la medida en que el nivel de los saldos de efectivo se establece como meta de política económica. Para fijar metas de forma eficaz se requieren previsiones de flujo de caja, y la ejecución eficiente del presupuesto facilita la elaboración de previsiones. Cuanto mayor sea el grado de exactitud con que se cumpla la meta de saldo de efectivo fijada, mayores serán los beneficios para la política monetaria; asimismo, la forma en que el ministerio de Hacienda decida gestionar la meta mediante operaciones en el mercado monetario acarreará consecuencias para la política monetaria y para el desarrollo del mercado financiero. Esto a su vez puede comportar beneficios para la gestión de deuda.

Importancia de la coordinación entre la gestión de tesorería y la gestión de deuda

La coordinación estrecha entre estas dos funciones reviste gran importancia. Puede resultar útil analizar las razones.

El financiamiento de las necesidades de endeudamiento bruto del gobierno supone elegir entre diferentes instrumentos: internos o externos, a corto o largo plazo, a tasa fija o flotante,

del mercado minorista o mayorista, entre otros. Las buenas prácticas dictan que estas decisiones deben enmarcarse en una estrategia de gestión de deuda a mediano plazo (EGDMP) que establezca las intenciones del gobierno con respecto a la evolución de la composición de la cartera de deuda a lo largo del tiempo, de forma coherente con su solución de compromiso entre costo y riesgo⁷. Estas decisiones estratégicas incidirán directamente en la combinación de instrumentos a corto y largo plazo, es decir, entre las letras del tesoro y los bonos del tesoro⁸. Las decisiones sobre cuál instrumento emitir y cuándo hacerlo le competen al responsable de la gestión de deuda. Estas decisiones dependerán de la demanda del mercado, la volatilidad del mercado y las previsiones de tasas de interés. En algunos casos, las opciones pueden verse limitadas por la necesidad imperiosa de atender la necesidad de financiamiento del déficit fiscal, es decir, de emitir deuda o lo que sea que exija la estrategia elegida. A veces, la venta de letras del tesoro puede ser la única opción, a pesar de generar de nuevo necesidades de refinanciación inherentes al endeudamiento a corto plazo. En otras ocasiones, pueden existir presiones para actuar de forma oportunista, aprovechar condiciones favorables y emitir bonos para financiar necesidades inmediatas, a pesar del costo que comporta el exceso de efectivo y el riesgo de que este tipo de conducta oportunista aumente la incertidumbre del mercado y los costos futuros de emisión.

De esta forma, al tomar decisiones en materia de emisión, los responsables de la gestión de deuda deben valerse de una amplia gama de instrumentos. Deben buscar soluciones de compromiso entre las demandas de la estrategia y las demandas del mercado, día a día, semana a semana, y mes a mes.

Las decisiones sobre la emisión de letras y bonos se toman en base a la información sobre la demanda, la oferta, y los precios.

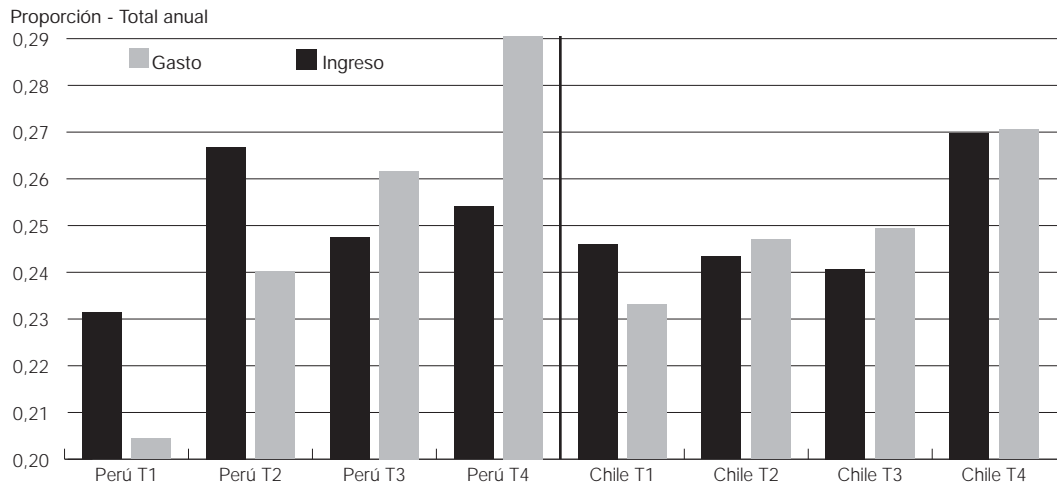
- En relación con la demanda, los inversores intermedios y/o finales pueden necesitar un flujo constante de bonos del tesoro para cumplir sus obligaciones, o de instrumentos a más corto plazo para la gestión de liquidez. Sus necesidades pueden variar a lo largo del año dependiendo de sus propios flujos de caja y los cambios en el mercado.
- Desde el punto de vista de la oferta, las decisiones del gobierno sobre financiamiento se toman en el contexto del perfil de los flujos de financiamiento. La mayoría de los países han determinado patrones de flujo de caja estacionales trimestrales, mensuales y quincenales. Normalmente, el factor que determina la estacionalidad es la recaudación de impuestos⁹. En el gráfico 2 se muestran dos ejemplos. El patrón puede verse exacerbado por los calendarios de amortización de la deuda dentro del año. Si el mer-

⁷Véase Banco Mundial y FMI (2009).

⁸Las letras del tesoro son instrumentos de descuento con vencimiento de un año o menos: los bonos del tesoro incluyen todos los valores con vencimiento inicial a más de un año.

⁹Los impuestos a las empresas en particular tienen un patrón marcado durante el año. En lo que respecta a los gastos, algunas transferencias o gastos de inversiones pueden no ser uniformes a lo largo del año. Algunos países registran un aumento del gasto a fin de año para evitar el castigo de las normas que prohíben los traslados del presupuesto no utilizado al ejercicio siguiente. El patrón dentro del mes en general se asocia al pago de los salarios de los empleados públicos y los vencimientos de impuestos.

Gráfico 2. Ejemplos de patrones de ingresos y gastos



Fuentes: Banco de Reserva del Perú y Banco Central de Chile.

cado monetario no está suficientemente desarrollado, la programación de la emisión de bonos deberá reflejar este patrón y también orientarse hacia las amortizaciones de bonos. Por razones prudenciales, algunos países adelantan la emisión de deuda para crear una reserva de efectivo. Esto no siempre es posible y puede ser costoso cuando el interés sobre el efectivo excedente es mucho menor al costo de contraer más deuda.

- El factor precio se resume en la curva de rendimiento que representa el rendimiento de los diferentes instrumentos de deuda pública en función de su vencimiento pendiente. La curva de rendimiento es determinada por la combinación de la preferencia de liquidez, las expectativas en materia de tasa de interés y la gama de vencimiento preferida por los inversores. También se ve afectada por la situación económica: al inicio de la recesión, cuando se espera que las tasas de interés bajen, lo más común es que la curva describa una pendiente. También incide la fragmentación del mercado, es decir, si la oferta y la demanda varían en función de los diferentes segmentos y cada segmento del mercado está poco vinculado a los demás. Suelen observarse discordancias entre la curva de rendimiento del mercado monetario, de hasta un año, y la curva de los bonos, de más de un año. Si estos factores relativos al precio se tienen en cuenta para tomar decisiones de financiamiento, es importante que los responsables de tomar las decisiones correspondientes entiendan y controlen las interacciones de las políticas a lo largo de toda la curva de rendimiento.

El gráfico anterior muestra la proporción promedio del total de ingresos y gastos anuales (sin contar el interés) en cada trimestre. Los datos de Perú corresponden al período 2000–08 y los de Chile al período 1997–2005 (Fuentes: Banco de Reserva del Perú y Banco Central de Chile). En algunos trimestres, la brecha entre los ingresos y los gastos es evidente, al igual que la tendencia del gasto a aumentar a lo largo del año y, especialmente, en el último trimestre.

Recuadro 2. Gestión de amortizaciones cuantiosas de bonos

El desafío radica en gestionar el flujo de caja del gobierno para asegurar que las amortizaciones voluminosas de bonos no obliguen al gobierno a racionar el efectivo. Las amortizaciones son totalmente previsibles y es posible tomar medidas por adelantado.

Las amortizaciones cuantiosas se pueden diferir en el tiempo. Aunque la terminología varía en los diferentes países, puede distinguirse entre:

- **Conversión:** todo el volumen pendiente de bonos se convierte en un nuevo bono. Debido a la necesidad de informar adecuadamente a los tenedores minoristas, puede ser necesario mantener la oferta abierta durante algunos días. La relación entre la oferta y el precio (entre el bono nuevo y el antiguo) en general se determina con respecto a la curva de rendimiento.
- **Subasta de canje:** parte de un bono vigente se canjea a través de una subasta por otro bono también vigente o a un bono nuevo. Se puede fijar el precio del bono original y, en la subasta, los inversores ofertarán por el precio del bono nuevo. Las subastas de canje en general se dirigen al mercado de profesionales mayoristas; un objetivo puede ser dejar un volumen suficientemente grande del bono original para conservar algo de liquidez.

Ambas técnicas son también formas útiles de aumentar la liquidez y el volumen de bonos de referencia.

Otra posibilidad es volver a comprar los bonos vencidos o parte de los mismos antes de la amortización. Esto puede simplificar el trámite, pero resultar menos eficaz en términos de costos. Dependerá de que el ministerio de Hacienda disponga de más recursos, y puede requerir incentivos para alentar a los inversores a vender. Existen dos técnicas adecuadas:

- **Subastas inversas:** se lleva a cabo el procedimiento convencional de subasta, pero los inversores ofertan el rendimiento o precio implícito al que están dispuestos a desprenderse de los bonos.
- **Compras bilaterales en el mercado:** mediante este mecanismo, los responsables de la gestión de deuda indican al mercado que estarían dispuestos a recomprar un bono en un plazo, por ejemplo, de seis meses del vencimiento. Lo harían únicamente a la tasa en vigor equivalente en el mercado monetario, menos un pequeño diferencial para hacerlo más atractivo.

Entre otras, las necesidades de coordinación diaria son las siguientes:

- La vinculación de las fechas de emisión con las fechas de amortización, para maximizar las oportunidades de que las inversiones se renueven en una nueva emisión.
- También se deben elegir las fechas de vencimiento para evitar las semanas y, especialmente, los días de grandes salidas de efectivo (por ejemplo, por el pago de salarios); y por el contrario preferir las fechas de ingreso de efectivo (vencimientos de impuestos).
- Los responsables de la gestión de deuda pueden mitigar los problemas de gestión de tesorería que pueden surgir cuando vencen los bonos de gran valor (recuadro 2).

Los posibles conflictos entre los objetivos de gestión de deuda y los de gestión de tesorería con respecto a si deben emitirse bonos o letras ante una inminente escasez de efectivo se minimizan a medida que se avanza hacia una gestión de tesorería activa. Los responsables de la gestión de deuda prefieren emitir bonos con un patrón estable y predecible. La emisión regular reduce la incertidumbre del mercado y permite a los inversores planificar el futuro de forma más eficaz. En un mercado monetario con liquidez, es posible separar la oportunidad de la venta de bonos del perfil del flujo de caja neto del gobierno. Las variaciones a corto plazo se manejan mediante letras del tesoro u otros instrumentos del mercado monetario. Esto a su vez aumenta en gran medida la transparencia y la eficiencia de la gestión de deuda.

A medida que esta interacción con el mercado aumenta, se vuelve especialmente importante la integración entre las funciones de gestión de deuda y de gestión de caja. Esto asegura que el gobierno presente al mercado una imagen de coherencia. Siempre que dos sectores del gobierno interactúan con el mercado, existe el riesgo de enviar señales contradictorias, lo que aumenta la incertidumbre y, también posiblemente, distorsiona el mercado monetario¹⁰. También puede suceder que el personal del tesoro o la unidad de gestión de deuda que gestionan directamente las transacciones en el mercado deban intervenir en el mercado monetario a efectos de la gestión de deuda, o en el mercado de deuda a efectos de la gestión de caja. La intervención de los responsables de la gestión de deuda para regular el efecto de los vencimientos cuantiosos se ilustra en el recuadro 2. También es posible que deban intervenir en el mercado de recompra para eliminar las distorsiones en el mercado de bonos¹¹. El recuadro 3 resume la aplicación de este sistema en el Reino Unido (existen esquemas similares, aunque en algunos casos discrecionales, en otros países, como Francia y Estados Unidos).

A medida que aumenta la complejidad de las intervenciones en el mercado, cobra más importancia contar con una única interfaz entre el gobierno y el mercado. Es necesario que el personal que interactúa directamente con el mercado forje un vínculo con los distintos intermediarios, ya sea que vendan letras o bonos, se endeuden o inviertan en el mercado de recompra u otros mercados monetarios, o intervengan por razones más generales. Eso requiere que exista un único punto de contacto para una variedad de operaciones de gestión de deuda y de caja¹².

¹⁰En un país, la dependencia del tesoro respecto de las empresas públicas para proporcionar o absorber el exceso de efectivo de un día para el otro perjudicaba tanto a las empresas como al desarrollo del mercado monetario, ya que no se tenían en cuenta las señales de precios y el mercado retenía un posible flujo de caja. En los casos en que dos partes independientes del ministerio de Hacienda interactúan con el mercado, los costos administrativos son altos en términos de sistemas y de escasos recursos.

¹¹Un acuerdo de recompra o “repo” (abreviación de acuerdo de venta y recompra) es la venta de valores asociada a un acuerdo de volver a comprarlos más tarde. Un repo inverso es la compra de valores asociada a un acuerdo de venderlos más tarde. Se puede describir un repo como un préstamo con garantía; un responsable de la gestión de tesorería gubernamental puede decidir que se pida prestado a través de un repo, obteniendo así efectivo a cambio de una transferencia temporal de activos. A la inversa, un repo pasivo puede considerarse una inversión con garantía. Para las transacciones de recompra los responsables de la gestión de tesorería gubernamental casi invariablemente usan o exigen letras del tesoro o bonos del tesoro como garantía.

¹²Esto es así incluso si algunas de las operaciones se contratan en forma externa, por ejemplo, recurriendo al banco central como agente. No obstante, a medida que aumenta la complejidad de las intervenciones, es posible que esta “externalización” al banco central deje de ser un modelo satisfactorio.

Recuadro 3. Línea de crédito permanente de recompra de la Oficina de Gestión de Deuda del Reino Unido¹

La Oficina de Gestión de Deuda (OGD) del Reino Unido está a cargo de una “línea de crédito permanente de repos”, de carácter automático y no discrecional, por la cual cualquier agente formador de mercado puede solicitar a dicha oficina que recompre alguno de los bonos del gobierno (un valor “de primer orden”) del Reino Unido. En general, esto implica la creación temporal del bono en cuestión.

La línea de crédito garantiza que los agentes formadores de mercado estén seguros de tener acceso a valores de primer orden y de poder entregarlos en cualquier momento, aunque por un precio, y así mantener su capacidad de fijar precios de compra y de venta en el mercado secundario. Los participantes pueden renovar la línea de crédito diariamente, pero la Oficina de Gestión de Deuda no daría cabida a una renovación continua.

La Oficina de Gestión de Deuda ofrece una tasa punitiva interbancaria equivalente a 300 puntos básicos por debajo de la tasa bancaria del Banco de Inglaterra vigente a la fecha (aplicándose un mínimo del 0,10%). Al mismo tiempo, la OGD normalmente insiste en celebrar un *back to back* repo inverso con un bono de primer orden como garantía a la tasa oficial del banco, con el fin de neutralizar el efecto del repo en las necesidades de financiamiento y su propia gestión de caja. Los detalles sobre montos y condiciones de activación de los repos se publican en el sitio web de la OGD a la brevedad posible.

Si la OGD considera que existen indicios suficientes de problemas o trastornos en el mercado, puede ofrecer los bonos para que cualquier agente formador de mercado celebre repos bajo condiciones diferentes a las de la línea de crédito permanente.

¹Oficina de Gestión de Deuda del Reino Unido “Official Operations In the Gilt-Edged Market” (2009) www.dmo.gov.uk.

Instrumentos utilizados para el proceso de “ajuste general” y “ajuste afinado”

Las letras del tesoro suelen ser el instrumento elegido para avanzar hacia a una gestión de tesorería más activa. Se puede establecer una distinción entre el “ajuste general” y el “ajuste afinado”. El ajuste general consiste en la emisión de letras del tesoro u otros instrumentos de deuda a corto plazo con el fin expreso de compensar el efecto de los flujos de caja netos que entran y salen de las cuentas del gobierno en el sector bancario. La emisión neta de letras del tesoro será mayor o menor en una semana dada según se espere que las salidas sean mayores o menores que las entradas en dicha semana. En el Anexo A se presenta un ejemplo sencillo del uso de letras del tesoro en un ajuste general.

Las operaciones de ajuste afinado suponen más actividad por parte de los responsables de la gestión de caja, que utilizan una mayor variedad de instrumentos u opciones institucionales, a efectos de regular más íntegramente los cambios a corto plazo en el saldo de la CUT en el banco central. El ajuste afinado es más detallado y exacto y se centra en el plano diario en lugar del semanal o mensual como sucede en el ajuste general. También exige más tiempo y sistemas más complejos. Aunque muchos países realizan procesos de ajuste general de sus flujos de caja, relati-

vamente pocos realizan un ajuste afinado exacto de los saldos de la CUT¹³. Si se realiza correctamente, el ajuste afinado permite mantener un saldo de caja total mucho menor ya que las fluctuaciones de la semana o el mes se absorben mediante el uso activo de los instrumentos financieros.

Las letras del tesoro son instrumentos bien conocidos en los mercados financieros nacionales y tienen varias funciones: como instrumento de gestión de deuda, de gestión de tesorería y de política monetaria. La gestión de tesorería se centra en un período de tiempo mucho más corto que la gestión de deuda. Los cambios leves en el stock de letras del tesoro de un año a otro pueden ser compatibles con variaciones pronunciadas del stock dentro de un mismo año, siempre que el mercado de letras del tesoro tenga suficiente liquidez y exista una buena demanda subyacente de las instituciones financieras.

Es posible que existan conflictos latentes entre la gestión de tesorería y la política monetaria. En la medida en que el gobierno logre absorber (o devolver) la liquidez que sus actividades agregan (o sustraen) al mercado, la gestión de tesorería y la política monetaria tenderán a ir de la mano. Pero esto no es siempre así, en particular cuando el banco central usa sus propias letras del tesoro para gestionar la liquidez, como se explica a continuación¹⁴.

Las letras del tesoro a corto plazo son más útiles para la gestión de tesorería que las letras a largo plazo. Muchos países se centran en emitir letras a un mes a efectos de la gestión de caja. Esto permite que el volumen de emisión sea más variado y apto para compensar los puntos máximos y los flujos en el perfil de caja. Las letras con vencimiento a tres o más meses son menos flexibles y el stock circulante suele mantenerse ajustado a la demanda de los inversores y las necesidades de cartera. Estados Unidos emite letras a dos semanas y las denomina “letras de gestión de caja”. Brasil también distingue entre las letras de gestión de tesorería y las letras del tesoro convencionales. Hay ejemplos de letras del tesoro emitidas con vencimientos no convencionales orientadas a los días en los que se esperan ingresos de efectivo. Italia y Nueva Zelandia son dos de los países que hacen esto.

Los repos son el instrumento elegido para realizar un ajuste afinado o para endeudarse o prestar fuera del calendario normal de emisión de letras del tesoro. Los repos tienen la gran ventaja de que el préstamo está garantizado, lo que reduce los riesgos crediticios. Además, son muy flexibles, tanto en la rapidez de su ejecución como en la variedad de vencimientos disponibles. Muchos sistemas de liquidación pueden liquidar transacciones en el mismo día, y también gestionar la garantía de forma automática¹⁵.

¹³El ajuste afinado se aplica en algunos países de la zona del euro y también en el Reino Unido y Suecia.

¹⁴Durante la crisis financiera de 2008–09, algunos gobiernos también debieron emitir más letras del tesoro para asegurar que hubiera suficientes garantías de calidad en el mercado, y el banco central compraba o pedía prestadas otras garantías a cambio de letras del tesoro.

¹⁵Los países que aplican activamente el ajuste afinado de sus saldos de efectivo realizan muchas más operaciones de recompra y transacciones similares que emisiones de letras del tesoro. La Agence France Tresor (AFT) en Francia y la OGD del Reino Unido habitualmente realizan 40 o más transacciones por día.

Aunque los repos son el instrumento preferido para realizar un ajuste afinado, se utilizan también otros instrumentos, en particular para el préstamo o la inversión de los excedentes de efectivo a corto plazo. Prestar efectivo en el mercado interbancario suele ser sencillo, pero no es recomendable, excepto quizás en sumas pequeñas de un día para el otro, debido a la exposición al riesgo crediticio del banco deudor¹⁶.

Si el mercado de recompra no está bien desarrollado (en algunos países puede que aún no exista un marco jurídico adecuado), en general es posible hacer depósitos convencionales en un banco pero exigir a cambio una garantía por el período del depósito¹⁷. En efecto, este suele ser el instrumento preferido para los países sin un mercado de recompra desarrollado.

Otra opción es invertir el efectivo en el banco central en una cuenta de depósito que esté separada de la cuenta operativa de la CUT y que se remunere a la tasa de mercado correspondiente. La actitud del banco central ante una solicitud de este tipo dependerá en general de las condiciones de liquidez reinantes. Algunos bancos centrales se resisten a que el gobierno retire sus saldos para prestar los fondos a bancos comerciales en momentos en que están tratando de eliminar el exceso de liquidez provocado por el ingreso de divisas al mercado local. Otra opción que aplican algunas oficinas de gestión de deuda de la zona del euro son los préstamos mutuos de excedentes de efectivo.

La contribución de la gestión de tesorería al desarrollo del mercado financiero

Existe una demanda natural de letras del tesoro, ya que se tratan de activos libres de riesgo para bancos y otras instituciones financieras. Las letras del tesoro se pueden usar fácilmente como garantía y, en general, son fáciles de comercializar y liquidar. El desarrollo del mercado secundario se beneficia de la variedad de eventuales tenedores y la oferta continua del gobierno. Su uso para operaciones de política monetaria refuerza estos atributos.

Una gestión de tesorería más activa está asociada al desarrollo de los mercados financieros nacionales. El uso de repos u otros instrumentos de mercado garantizados similares por parte de los responsables de la gestión de tesorería gubernamental o el banco central contribuye a promover la actividad del mercado monetario y estimula el mercado de bonos públicos, ya que los bonos públicos nacionales suelen ser la garantía preferida. Esto a su vez aumenta el interés de los bancos en los instrumentos del tesoro para gestionar la liquidez y estimula el desarrollo de la

¹⁶Hay excepciones, por ejemplo: a fines de 2008, se produjo una escasez en el mercado de recompra de algunos países desarrollados porque los bancos se aferraron a las garantías para proteger sus balances. En esas circunstancias, los responsables de la gestión de tesorería debieron recurrir al mercado interbancario o prestar excedentes al banco central. El caso de Francia puede consultarse en *Government Cash Management During Financial Market Turmoil*, Lienert y Chailloux, 2009, <http://blog-pfm.imf.org/pfm-blog/2009/12/government-cash-management-during-financial-market-turmoil.html>

¹⁷En Estados Unidos, los ingresos tributarios del gobierno se mantienen con garantía en cuentas llamadas “Treasury Tax and Loan” en determinados bancos antes de transferirlos al gobierno central. China y algunos otros países han organizado licitaciones en las que los bancos compiten por los depósitos.

banco central son las que inciden en el nivel general de las tasas de interés. Aunque el ministerio de Hacienda tiene el monopolio de la emisión de letras del tesoro, todo intento de manipular la tasa de descuento distorsionaría otros sectores del mercado financiero.

Naturalmente, el hecho de ser un tomador de precios dificulta la gestión de tesorería activa si el gobierno es un participante inmensamente dominante en el mercado monetario. Los bancos podrían estar dispuestos a comprar un volumen variable de letras del tesoro, en particular si el excedente o déficit del gobierno es una réplica del suyo, pero la falta de señales de precios no alentará a los mercados relacionados y, eventualmente, puede exponer al emisor del gobierno a una oferta colusoria¹⁸. La gestión de tesorería activa funciona mejor, al igual que la gestión de deuda, cuando hay un mercado secundario con una variedad de instrumentos, inversores e intermediarios. Todo programa de reforma de mercado debe escalonarse uniformemente en todas las estructuras que sostienen el mercado: la oferta, la demanda y la infraestructura (el sistema impositivo, normativo, contractual y los sistemas de pago y liquidación).

Un mercado monetario desarrollado es por lo tanto importante ya sea como un objetivo en sí mismo, como por sus vínculos con otros mercados financieros¹⁹, al afectar positivamente a:

- La eficacia de la política monetaria y la estabilidad financiera.
- Una gestión activa de los balances y del riesgo por parte de los bancos y las instituciones financieras.
- La gestión de deuda y la gestión de tesorería gubernamental, ya que reduce los riesgos y las consecuencias del fracaso de la subasta de deuda, al disminuir las primas de riesgo de liquidez y ofrecer oportunidades para invertir los saldos de efectivo excedentes.

La necesidad clara de que exista una estrategia coordinada de desarrollo del mercado monetario evidencia la importancia de que los responsables de la gestión de deuda y de caja colaboren estrechamente. También destaca la importancia de la interacción entre las políticas de gestión de tesorería y la política monetaria.

Interacción con la política monetaria

Letras del tesoro y letras del banco central

Normalmente, las necesidades de gestión de tesorería y las de la política monetaria coinciden. Los cambios en el saldo de efectivo del gobierno en el banco central (por ejemplo, cambios en la cuenta operativa principal de la CUT) son en general el principal factor autónomo que influye en la liquidez del sistema bancario nacional (por ejemplo, los depósitos mantenidos por las instituciones crediticias en el banco central)²⁰. Si el gobierno es capaz de moderar las fluctuaciones de

¹⁸Este ha sido un problema en algunas economías de transición y emergentes en las que los mercados monetarios siguen siendo subdesarrollados; hay pocos participantes del mercado y, en general, se trata de bancos locales.

¹⁹Véanse por ejemplo Arvai y Heenan (2008) y Gray y Talbot (2007).

²⁰Las otras dos influencias importantes son los cambios en la demanda de billetes del público y los cambios en los flujos netos de divisas. Lo primero suele ser bastante previsible y los bancos centrales pueden anticipar la demanda

los saldos en poder del banco central, la tarea de gestión de liquidez nacional del banco central se reducirá de forma acorde. En este sentido, una gestión de tesorería activa facilita la labor de la política monetaria. En muchos países europeos, tanto dentro como fuera de la zona del euro, la política del gobierno es mantener los saldos de la CUT en el banco central en un nivel constante y bajo. En estos casos, los bancos centrales pueden llevar a cabo operaciones de política monetaria bajo el supuesto de que la posición del gobierno es estable. Esta estrategia suele vincularse a la independencia del banco central, la que por supuesto refuerza.

Sin embargo, es posible que existan conflictos entre la gestión de tesorería y la política monetaria. Estos conflictos surgen en particular cuando el banco central no cuenta con medios suficientes (por ejemplo, garantías) para absorber el exceso nacional de liquidez a través de operaciones de recompra, ya sea porque la liquidez es generada por un déficit del ministerio de Hacienda o es generada por ingresos de divisas. En general, la necesidad de absorber la liquidez del sistema bancario lleva al banco central a emitir sus propias letras.

El uso de instrumentos diferentes pero similares en la política monetaria y la gestión de tesorería plantea el riesgo de fragmentar el mercado y provocar la pérdida de los beneficios de un mercado de letras del tesoro más amplio y con mayor liquidez. Básicamente, la misma demanda se distribuye entre dos tipos de instrumentos y es probable que cada emisión sea menor de lo que podría ser, lo que suele reducir la liquidez²¹. Este problema podría mitigarse mediante un acuerdo entre el banco central y el ministerio de Hacienda para emitir instrumentos con vencimientos diferentes, que prevea, por ejemplo, que el banco central emita letras del tesoro a un máximo de semanas y el ministerio de Hacienda letras del tesoro a tres o más meses. Esto podría reducir el problema pero no eliminarlo: de todas formas, las letras a más largo plazo pueden competir en el mercado secundario a medida que se acerca su vencimiento. Asimismo, puede haber restricciones de mercado para la emisión de letras en diferentes segmentos de la curva de rendimiento a corto plazo. El riesgo es que la competencia entre las letras del banco central y las letras del tesoro termine por costar más a ambas instituciones, ya que ambas disponen de una liquidez limitada.

Una opción en estas circunstancias es que el ministerio de Hacienda financie en exceso las necesidades de deuda, emitiendo letras del tesoro o bonos del tesoro adicionales, depositando el efectivo adicional en una cuenta bloqueada separada²² en el banco central y permitiendo que el banco central gestione la política monetaria mediante transacciones de recompra o directas de títulos del gobierno en el mercado secundario. En los años noventa en México, el banco

adicional que se deberá satisfacer en el momento, por ejemplo, en los feriados principales. Lo segundo a veces puede ser importante, según cuál sea la política cambiaria y el deseo del banco central de intervenir en el mercado de divisas, por ejemplo, para mantener una tasa de preferencia.

²¹Los costos de este problema pueden depender de la actividad de la negociación de las letras en el mercado secundario, en particular en los vencimientos más cortos. La emisión por separado también puede causar distorsiones en los precios relativos.

²² En este caso, bloquear significa que el efectivo se mantiene en el banco central y no se invierte en otro sector de la economía donde pueda afectar las tasas de interés o la actividad. En principio la cuenta debe ser remunerada a una tasa igual al costo de emisión de las letras del tesoro adicionales; dado que el banco central de otra manera habría tenido que emitir sus letras para drenar la liquidez; eso dejaría a ambas partes en la misma posición.

central compró las letras del tesoro emitidas por el gobierno, y las vendió en el mercado ya que necesitaba disminuir la liquidez. Otro ejemplo es el de Singapur entre 2001 y 2003²³. En el otro extremo, hay países en que el mercado monetario está dominado por las letras del banco central y en que el gobierno ni siquiera ha emitido sus propias letras del tesoro, o lo ha hecho de forma limitada (Indonesia y China son ejemplos de esto, respectivamente).

En el marco de una estrategia más a la medida, el ministerio de Hacienda podría vender letras del tesoro adicionales a pedido del banco central, como un agregado a la subasta normal, pero bloquear el producto de dichas ventas manteniéndolo en una cuenta separada en el banco central, remunerada a la tasa de descuento que se establezca en la subasta de letras. Este mecanismo, así como los montos que implique cada subasta, deben ser transparentes para el mercado. Las letras del tesoro emitidas a pedido del banco deben ser idénticas en todos sus aspectos al resto de las letras del tesoro, con el fin de preservar las opciones de política monetaria y evitar el riesgo de fragmentación del mercado. En el Reino Unido, la oficina de gestión de deuda y el Banco de Inglaterra han acordado un sistema de esta clase (aunque nunca se ha utilizado). Este método ha sido usado más recientemente en países tan diferentes como India (véase el recuadro 4) y Macedonia. En Mozambique, el proceso es el opuesto: el banco central emite letras del tesoro, o más bien letras del banco central, de su propio balance, pero parte del stock puede hipotecarse al ministerio de Hacienda. En Nueva Zelanda, el Banco de la Reserva puede emitir letras del tesoro a discreción (conforme a un acuerdo marco con el tesoro) y el producto se transfiere directamente a la cuenta del gobierno.

Sin embargo, estos acuerdos más específicos no siempre han funcionado bien. Requieren que exista confianza entre el ministerio de Hacienda y el banco central. En particular se basan en que el ministerio de Hacienda esté dispuesto a aceptar siempre la solicitud del banco central de emitir letras del tesoro adicionales por razones de política monetaria. También puede haber dificultades en caso de que las necesidades de endeudamiento del banco central sean mucho mayores que las del ministerio de Hacienda. En estos casos es posible que el banco central desee aumentar su control sobre los posibles vencimientos o la dirección de las subastas, en lugar de aceptar un simple agregado a los programas de emisión del ministerio de Hacienda²⁴.

Coordinación operativa

La coordinación operativa es importante. Debe existir un acuerdo entre el ministerio de Hacienda y el banco central que contemple:

- El flujo de información *desde* el ministerio de Hacienda sobre los flujos de efectivo y el saldo en el banco central previstos. Esta información es un insumo importante para elaborar los pronósticos de liquidez del banco central.

²³Véase McCauley (2006), quien también estima los costos de la fragmentación del mercado asociados con la emisión de “bonos de estabilización del mercado” por parte del Banco de Corea.

²⁴En Macedonia, donde hubo subastas adicionales de “letras del tesoro para fines monetarios”, la política se suspendió en 2008 porque las necesidades del banco central excedían en gran medida las del gobierno.

Recuadro 4. Sistema de India de estabilización de mercado¹

El sistema de estabilización de mercado se adoptó después de la firma de un memorando de entendimiento entre el gobierno de India y el Banco de la Reserva de India (RBI) en marzo de 2004.

La intención fue diferenciar la absorción de liquidez estructural del RBI de sus operaciones diarias de gestión de liquidez. En virtud del sistema de estabilización de mercado, el RBI emite letras del tesoro (y eventualmente otros valores públicos) por medio de subastas, que tienen exactamente las mismas características que las letras del tesoro emitidas por el gobierno a efectos de financiamiento.

El RBI notifica el monto, plazo y oportunidad de la emisión; y el límite mutuamente acordado a las obligaciones pendientes del gobierno con respecto a los valores emitidos bajo este régimen. Las letras del tesoro emitidas se equiparan mediante un saldo en efectivo equivalente mantenido por el gobierno en una cuenta independiente en el RBI. Estos saldos se utilizan únicamente para la amortización y/o recompra de las letras del tesoro emitidas por el RBI. El efecto sobre los ingresos/el equilibrio fiscal del gobierno se limita al pago del descuento sobre las letras.

Durante el periodo de 2004–09, se realizaron numerosas emisiones bajo este régimen, a menudo con el fin de esterilizar la liquidez generada por los ingresos de divisas. Durante estos cinco años, las emisiones en este régimen representaron en promedio aproximadamente un tercio de la emisión total de letras del tesoro, con emisiones importantes de letras a 91 y 364 días, y volúmenes un poco menores de letras a 182 días.

El memorando de entendimiento se modificó en febrero de 2009 para permitir la transferencia de parte del saldo restante en la cuenta independiente del gobierno en el RBI a su cuenta de efectivo normal. Un monto equivalente de letras emitidas en virtud de este sistema luego se considera parte del endeudamiento normal del gobierno en el mercado.

¹Es posible consultar más información sobre la "Annual Policy Statements of the RBI" (Declaración anual de políticas del RBI) en www.rbi.org.in.

- El flujo de información *hacia* el ministerio de Hacienda sobre el saldo real del gobierno en el banco central (lo ideal es que esté disponible en el plazo más próximo posible al tiempo real o, como mínimo, al día siguiente).
- La forma y el momento de las respectivas intervenciones de mercado; el momento de la semana o del día para realizar las subastas u otras operaciones del mercado monetario.

A medida que los responsables de la gestión de tesorería desarrollan sus capacidades y se vuelven más activos, algunos bancos centrales temen que sus operaciones interfieran con las operaciones de política monetaria del banco en otros aspectos. En particular, el banco central no desea que el mercado trate de adivinar las intenciones de las autoridades basándose en las decisiones de gestión de caja, o que aumente la confusión debido a señales del mercado aparentemente contradictorias. Esta preocupación puede ser puramente operativa, como por ejemplo deberse a que los administradores de caja tengan las competencias necesarias para evitar que los

precios de las garantías suban exactamente al mismo tiempo en que el banco central está haciendo préstamos en el mercado. En algunos casos el banco preferirá asumir todo el cometido en sus operaciones de política monetaria de compensar el efecto de las fluctuaciones en los flujos de caja del gobierno. Estas cuestiones pueden resolverse mediante la adopción de políticas transparentes, una definición clara de los cometidos, la celebración de acuerdos sobre los calendarios operativos diarios o semanales, etc.²⁵

Pago de intereses sobre la CUT

También es necesario acordar las tasas de interés que se pagan sobre el saldo de la CUT y todo otro depósito del gobierno en el banco central. Aunque en el plano internacional las experiencias varían, la mejor práctica es pagar una tasa de interés acorde con el mercado, ya que:

- Mejora la transparencia contable y evita el subsidio cruzado implícito asociado con las tasas administradas.
- Elimina el incentivo para que el ministerio de Hacienda tome decisiones económicamente inapropiadas respecto de sus saldos, como por ejemplo, colocar fondos en bancos comerciales con baja calificación crediticia.

De la misma forma, en pos de ofrecer transparencia e incentivos financieros apropiados, el ministerio de Hacienda debería pagar los honorarios relacionados a las transacciones. El beneficio principal de estos acuerdos mutuos entre el ministerio de Hacienda y el banco central es evitar una posible distorsión de los incentivos.

No siempre es fácil encaminarse totalmente en este sentido. Pueden existir restricciones legislativas. Para pagar honorarios administrativos al banco central es necesario que exista disponibilidad en el presupuesto, incluso si se reduce en mayor medida el pago neto del interés de la deuda. El pago de interés sobre los depósitos del gobierno afectará las utilidades del banco central. Para un banco central rentable posiblemente sea una ventaja, ya que reduce el riesgo de que una parte de las “utilidades” adicionales generadas por el banco central se pierda si es utilizada en gastos administrativos de mayor jerarquía u otros gastos, es decir, mantiene la agilidad y la eficiencia del banco central. No obstante, si el banco central arroja pérdidas o los saldos de efectivo del gobierno son cuantiosos, ya sea como resultado de pronósticos deficientes o por la falta de otras posibilidades de inversión, el pago de intereses puede perjudicar financieramente al banco central. Estas presiones se pueden presentar, por ejemplo, cuando el banco central ya esté tratando de esterilizar los ingresos de divisas y la contrapartida en su balance sean reservas de divisas de bajo rendimiento. Las pérdidas se pueden ver exacerbadas por efectos de la reva-

²⁵Como ejemplo de los problemas que pueden surgir, aun en un ambiente relativamente evolucionado: al comienzo de la década pasada, en un país latinoamericano, el tesoro, que en ese momento estaba separado de la UGD, gestionó su cuantioso excedente de efectivo con repos inversos que representaban un volumen muy grande del mercado monetario y una fuente de liquidez para el sistema bancario más grande que el banco central a través de sus operaciones de política monetaria. El problema fue no tanto el tamaño de estos saldos, sino la forma en que se invirtieron, que dificultó la aplicación de la política monetaria y perjudicó el desarrollo del mercado monetario. Se recurrió a muy pocas contrapartes y los préstamos fueron a muy corto plazo a pesar de su naturaleza estructural. La mayoría de los bancos simplemente volvió a prestar el efectivo al banco central, en lugar de distribuirlo en el sistema bancario. Este problema no se ha solucionado.

luación. A largo plazo, si el banco central genera pérdidas, el gobierno deberá recapitalizarlo; a corto plazo puede ser conveniente que el ministerio de Hacienda renuncie a obtener intereses de parte de los saldos (por ejemplo los que estén por debajo de determinado umbral, de forma tal que se sigan aplicando los incentivos correctos a los saldos que superen dicho umbral).

Consecuencias institucionales

Cambios en la función de la unidad de gestión de caja

Históricamente, la gestión de tesorería se ha considerado una función del ministerio de Hacienda, en general de su departamento del tesoro, ya sea como parte del ministerio de Hacienda o como un organismo u oficina separada. La “unidad de gestión de caja” (UGC) normalmente gestiona también la transferencia de los ingresos del gobierno a la CUT y los pagos efectuados desde la misma. Debe conocer el efecto de los procedimientos de ejecución presupuestaria en los pagos del gobierno.

Las prioridades principales de la unidad de gestión de tesorería son claras: asegurar que el gobierno pueda cumplir sus obligaciones en todo momento y que las salidas de caja se ajusten a la disponibilidad de efectivo. En los países de ingreso más bajo, la gestión de tesorería está unida en la práctica a la ejecución del presupuesto: las asignaciones de gastos se liberan solamente cuando la disponibilidad de efectivo está asegurada o si se hace esperar a los compromisos de gastos. Esta forma de proceder es racionamiento de efectivo y no gestión de caja. De hecho, es posible que en la práctica el presupuesto “real” tenga poca relación con el presupuesto publicado y el racionamiento se utilice como una forma arbitraria y distorsionante de zanjar la brecha entre la realidad de los recursos financieros disponibles y las expectativas políticas. Incluso sin este problema de realismo presupuestario, puede ser difícil crear el margen de maniobra fiscal necesario para acumular una reserva de efectivo suficiente destinada a afrontar las fluctuaciones de los ingresos.

En cambio, la gestión de tesorería moderna se define de una forma más amplia²⁶. Requiere una planificación del futuro. La combinación de los pronósticos de flujo de caja y los sistemas de pago modernos permite establecer una separación entre el permiso para gastar y la provisión de efectivo. De esta forma, ya no es necesario proveer fondos a las cuentas bancarias de los departamentos ejecutores del gasto por adelantado. Lo importante es la disponibilidad de efectivo en la cuenta principal (es decir, la CUT) en el momento en que los pagos son aprobados; y el pronóstico se centra en los flujos que pasan a través de la CUT.

²⁶Storkey (2003) define la gestión de tesorería como “tener la cantidad adecuada de dinero en el lugar y la oportunidad adecuados para cumplir las obligaciones del gobierno de forma más efectiva en términos de costos”. Williams (2004) amplió un poco esta definición: “la estrategia y los procesos asociados para gestionar los flujos a corto plazo y los saldos de efectivo del gobierno de forma efectiva en términos de costos, tanto dentro del gobierno como entre el gobierno y otros sectores”.

Recuadro 5. Gestión de deuda y gestión de tesorería en algunos países de la OCDE

La mayoría de los países de la OCDE tienen funciones de gestión de deuda y gestión de tesorería integradas. Esto es tal vez más notable en los países de la zona del euro, donde varios países han establecido oficinas separadas de gestión de deuda (y gestión de caja) con un cierto grado de independencia operativa del ministerio de Hacienda.

La política monetaria puesta en marcha por el Banco Central Europeo (BCE) exige que los países miembros de la UE gestionen sus saldos de efectivo en el banco central nacional con una cifra meta, de forma tal que el posible impacto de los flujos del gobierno en las condiciones monetarias se compense dentro del sector bancario y no deba tenerse en cuenta en las operaciones de política monetaria del BCE.

La cuantía de los saldos fijados como meta es variable y las formas de alcanzarlos difieren en su eficacia. Ha habido un intento general de reducir tanto la cuantía como la volatilidad. Lo que más preocupa al BCE es la volatilidad porque las variaciones de los saldos de los gobiernos individuales tienen un efecto sobre el balance agregado del sistema europeo. A nivel agregado, los saldos día a día de los depósitos del gobierno en el sistema europeo constituyen el más volátil de los "factores autónomos".

Algunos países de la Unión Europea, como el Reino Unido, Suecia y Hungría, que tienen oficinas de gestión de deuda y gestión de tesorería integradas, siguen la misma política que la zona del euro. Otros países de la OCDE que tienen funciones integradas son Nueva Zelanda, Australia y Turquía. Algunos pocos países, como Estados Unidos y Canadá, se basan en la coordinación en lugar de la integración. En Canadá, el banco central sigue asumiendo toda la responsabilidad de gestionar las variaciones del flujo de caja en sus operaciones de política monetaria, pero este enfoque es atípico.

Oficinas integradas de gestión de deuda y gestión de tesorería

Una gestión de tesorería eficaz no solamente elimina la necesidad de racionar el efectivo, sino que abre la posibilidad de obtener beneficios más amplios, tanto financieros como en materia de políticas. Esto, a su vez, ha facilitado la integración de las funciones de gestión de deuda y de caja (y se ha visto facilitado por dicha integración), que se impone cada vez más como procedimiento normal (recuadro 5). En los países de la zona del euro, la ley prohíbe a los gobiernos pedir préstamos a sus bancos centrales y los saldos de las CUT no pueden ser inferiores a cero. Este sistema obliga a los responsables de la gestión de tesorería y de deuda del gobierno a trabajar en estrecha colaboración.

Las funciones de gestión de tesorería y gestión de deuda se pueden integrar en el ámbito del ministerio de Hacienda, en lugar de hacerlo en un organismo medianamente independiente. Así por ejemplo, el tesoro nacional de Brasil tiene cometidos de gestión de tesorería y de deuda y Colombia ha integrado su departamento del tesoro y de crédito público (aunque en muchos otros países de América Latina, al igual que en Indonesia, las dos funciones siguen estando separadas dentro del ministerio de Hacienda). En China, la función de gestión de caja, aún en etapa

de desarrollo, se encuentra estrechamente ligada al departamento de gestión de deuda. Bulgaria ha desarrollado una función de tesorería con cometidos en materia de gestión de deuda y de gestión de caja.

La integración no es una condición necesaria. El requisito fundamental es la coordinación eficaz entre la gestión de deuda y la de caja. Siempre que existan contactos oportunos a nivel de funcionamiento, dos unidades de la misma organización pueden trabajar de forma eficaz, como lo ilustra el caso de Estados Unidos²⁷. Hay abundantes ejemplos de unidades de gestión de tesorería y de deuda en diferentes partes del ministerio de Hacienda, cuya comunicación debe ascender un peldaño en la jerarquía, cruzar a la otra unidad y descender en la misma; en casos extremos deben comunicarse a través del ministro. Este grado de formalidad casi nunca es eficaz, dada la importancia que reviste la rapidez de respuesta. La creación de un comité de gestión de tesorería o similar puede contribuir a reunir estas unidades. Sin embargo, la interacción estrecha día a día en el plano de las políticas y el operativo es crucial, y la integración orgánica es una forma de asegurarla.

A medida que las operaciones de gestión de tesorería y gestión de deuda evolucionan, la integración adquiere mayor importancia. No solamente surge la necesidad de aumentar la coordinación en materia de políticas, sino que la gestión de tesorería y la gestión de deuda requieren una especialización en materia de mercado financiero que escasea en el sector público. La separación de estas funciones tiene el riesgo de diluir estos recursos escasos y eventualmente costosos.

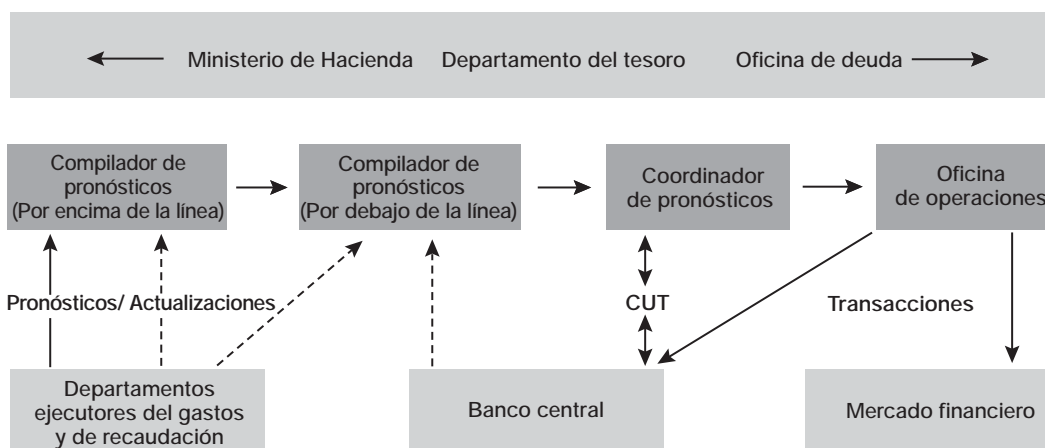
La integración en la práctica: Pronósticos de flujo de caja, personal y sistemas

Una unidad integrada de gestión de tesorería y gestión de deuda no difiere, en cuanto a su estructura, de una unidad de gestión de deuda convencional, con sus funciones de operaciones (*front office*), mercado y gestión de riesgos (*middle office*) y de servicios auxiliares propios (*back office*) determinadas de forma separada. La carga de trabajo de la oficina de *front office* puede ser mayor, en particular dado que el número diario de transacciones de mercado aumenta con el desarrollo de una gestión de tesorería más activa. Esto a su vez requiere sistemas eficaces para tramitar las transacciones y tener acceso a los datos del mercado.

Una unidad avanzada de gestión de deuda debe contar con sistemas apropiados pero, como sucede con las actividades en el mercado secundario de los responsables de gestión de deuda, una función activa de gestión de tesorería requiere sistemas apropiados de gestión de gobierno y de riesgo. El análisis del riesgo crediticio adquiere importancia en vista de una posible ampliación de la gama de contrapartes. El objetivo de la gestión de tesorería no es maximizar las utilidades, sino que se centra en una gestión del flujo de caja que sea eficaz en términos de costos,

²⁷En el Departamento del Tesoro de Estados Unidos, la unidad principal que se ocupa de la gestión de tesorería es la Oficina de Servicios Fiscales, que comprende la Oficina del Secretario Asistente Fiscal y dos Oficinas del Tesoro: el Servicio de Gestión Fiscal y la Oficina de Deuda Pública. También hay interacción diaria entre el Servicio de Gestión Fiscal y la Reserva Federal.

Gráfico 4. Funciones orgánicas en materia de pronóstico



Fuente: Williams (2009).

con el fin de dar apoyo a otras políticas, y su enfoque será más prudente que el de la gestión de tesorería del sector privado²⁸.

El requisito fundamental y constante es refinar la capacidad de pronosticar el flujo de caja a corto plazo. Aunque no existe un modelo único, el gráfico 4 ilustra el abanico de estructuras posibles. Suele haber una diferencia entre la compilación de pronósticos “por encima de la línea” (es decir, ingresos y gastos²⁹) que puede recaer en quienes monitorean la ejecución del presupuesto, y los pronósticos de transacciones “por debajo de la línea” (deuda y otras operaciones de financiamiento) que los responsables de las gestiones de deuda y de caja pueden estar en mejores condiciones de realizar.

El gráfico 4 distingue cuatro procesos de previsiones. El pronóstico “por encima de la línea” puede ser compilado por los responsables de la ejecución presupuestaria. Ellos obtienen información de los departamentos recaudadores y ejecutores del gasto (cuando tienen la función de tramitar los pagos). La información se transfiere a otro compilador que agrega las transacciones “por debajo de la línea”. Esta función a menudo recae en el departamento del tesoro dentro del ministerio de Hacienda o posiblemente en la unidad de gestión de deuda u oficina de gestión de deuda. Los datos generalmente se generan directamente a partir de las transacciones de deuda o del mercado monetario, aunque los ingresos de capital y la información del banco central sobre las transacciones en divisas también pueden ser importantes.

²⁸La gestión de desempeño tiene varias dimensiones; la principal es asegurar que el gobierno siempre tenga efectivo para cumplir sus obligaciones; pero otros indicadores deben controlar cómo interactúa la oficina a cargo del relacionamiento con el mercado, por ejemplo, que no distorsione el funcionamiento normal del mercado, y que su estrategia de riesgo de mercado y crediticio esté dentro de los parámetros acordados.

²⁹En este contexto, los rubros “por encima de la línea” incluyen todos los ingresos y gastos que contribuyen al equilibrio fiscal; los que están “por debajo de la línea” incluyen las transacciones de financiamiento. En la práctica, parte de la información sobre ingresos o gastos puede generarse, por ejemplo, desde el sistema bancario en lugar de los organismos del gobierno directamente (y la propia UGD puede proyectar los intereses de la deuda); la información sobre el producto de privatizaciones u otros ingresos de capital también puede manejarse de diversas formas.

Estos mecanismos deben respaldarse en un análisis interno de los patrones históricos de ingresos y gastos, ya sea del departamento del tesoro o la unidad de gestión de deuda. Efectivamente, en algunos países, los pronósticos se basan en gran medida en dicho análisis, con información limitada de las demás esferas del gobierno, excepto quizás en lo que respecta a transacciones cuantiosas o infrecuentes.

Quien coordina las previsiones debe trabajar en colaboración estrecha con el *front office*, es decir, la parte de la oficina de gestión de deuda que interactúa directamente con el mercado. El coordinador debe contar en todo momento con una posición de flujo de caja actualizado y un monitoreo efectivo de las transacciones de toda la CUT, y con previsiones actualizadas.

En lo que respecta al personal, la gestión de tesorería requiere una o dos personas cercanas al *front office* que se encarguen de monitorear y coordinar la información más reciente, en relación tanto con los flujos del gobierno como con los flujos en toda la CUT y el banco central. Su tarea debe incluir también el análisis de los resultados pasados con respecto a pronósticos anteriores, para acumular experiencia en el tiempo y reducir los errores de pronóstico de forma sistemática.

La mayoría de los países elaboran bases de datos para las previsiones de flujo de caja independientes del sistema principal de gestión integrada de información financiera del gobierno. Esto refleja los propósitos diferentes de ambos. Los datos de flujo de caja son necesarios para respaldar decisiones operativas inmediatas. No es necesario que tengan calidad o precisión “contable”, pero las bases de datos deben ser flexibles y estar bajo el control de los responsables de la gestión de caja. El desarrollo de la gestión de tesorería activa también comportará mucho más trabajo con hipótesis y cálculos especulativos. Los responsables de una gestión de tesorería activa pueden tener un sistema de trámite de transacciones que incluya un módulo de gestión de flujo de caja. Sin embargo, este no es un requisito esencial inmediato para muchos países.

Los principales requisitos de los sistemas son:

- Recoger datos (directamente y, preferiblemente, de forma electrónica) de una gran cantidad de fuentes, que abarque una gran cantidad de períodos de tiempo. Esto puede incluir a los organismos recaudadores³⁰. En países de bajo ingreso, algunas economías en transición y los países que aspiran a adherir a la Unión Europea, los ingresos provenientes de donantes, especialmente en lo que respecta al volumen y la oportunidad del apoyo presupuestario, son decisivos.
- Proveer para su validación por parte del usuario de datos nuevos antes de almacenarlos.
- Reunir los datos en informes generados por el usuario, incluidas presentaciones gráficas que puedan actualizarse en tiempo real y exportarse si es necesario.

³⁰La cantidad de fuentes puede ser importante. Cada ministerio y organismo ejecutor de gastos, especialmente los más grandes, debe proveer información para elaborar pronósticos de forma regular, aunque en algunos casos pueden hacerlo al ministerio de Hacienda (posiblemente a través del sistema integrado de información financiera), en lugar de hacerlo directamente a los responsables de la gestión de tesorería. Estos datos suelen enriquecerse mediante el requisito de presentar en forma separada la información actualizada, por ejemplo, sobre pagos cuantiosos que están en vías de concretarse. En general, los departamentos recaudadores de impuesto son los menos; pero también hay otros organismos que deberán proporcionar información sobre pagos cuantiosos no tributarios.

- Mantener registros históricos de los diferentes perfiles presentados.
- Permitir que los usuarios generen hipótesis y escenarios posibles utilizando los datos acumulados y registrándolos.

El desarrollo de una gestión de tesorería activa requerirá muchos recursos. En algún punto, se necesitará un sistema de tramitación de transacciones para manejar el aumento del volumen de las transacciones. Se deberá agregar poco personal, pero con mayores exigencias en materia de especialización. El ajuste afinado, cuyo fin es regular íntegramente los cambios a corto plazo en los saldos del gobierno en el banco central, presenta el mayor desafío. Obviamente, requiere:

- Un mercado monetario flexible y desarrollado.
- Personal capaz de negociar en los mercados financieros, en un marco de gestión sólido.
- Los sistemas necesarios de gestión de transacciones y otros sistemas informáticos.
- Sistemas de gestión de riesgo crediticio y operativo mucho más desarrollados que los necesarios para la gestión de deuda. Esto se debe al aumento de la cantidad de transacciones y también a la mayor exposición a las contrapartes y (según las garantías utilizadas) a los emisores. A esto se asocia la necesidad de documentación jurídica y contractual.
- Un sistema local de liquidación y la infraestructura conexas que sean eficientes.

Interacción con el banco central

En vista de los posibles conflictos entre el ministerio de Hacienda y el banco central, es importante implementar procedimientos para atender las inquietudes legítimas de ambas instituciones. La gestión de tesorería y de deuda es un ámbito en el que tanto el ministerio de Hacienda como el banco central tienen objetivos operativos. Existe un potencial importante de que se beneficien mutuamente, por ejemplo, de políticas para el desarrollo del mercado monetario y del intercambio de pronósticos de flujo de caja. También es necesaria una coordinación estrecha para evitar que se genere una percepción negativa de los inversores o se acentúe la incertidumbre del mercado. Se pueden reconocer tres niveles de relacionamiento.

En primer lugar, la relación global entre las instituciones en materia de gestión de deuda y gestión de tesorería y su interacción con las operaciones de política monetaria debe estar bien definida a alto nivel. En el plano internacional, los mecanismos utilizados varían desde la legislación primaria a un intercambio de cartas. Los documentos escritos deben respaldarse con un diálogo en el que se traten las confrontaciones en materia de políticas y otros malentendidos que puedan amenazar con dañar la eficacia de cualquiera de las dos instituciones. Si es necesario, los temas relevantes pueden incluirse en el orden del día de las reuniones periódicas entre el presidente del banco central y el ministro de Hacienda. Estas reuniones no deben celebrarse solo para solucionar emergencias, sino que pueden investigarse los ámbitos de coordinación. Un ejemplo es la posibilidad de compartir la inversión en tecnología de la información en bases de datos nuevas para que el estímulo a alto nivel ayude a asegurar un avance de la coordinación en el nivel operativo.

En segundo lugar, existe la necesidad de determinar las materias de política operativa que sean de interés para ambas instituciones. Por ejemplo, el banco central puede dar al ministerio de Hacienda su perspectiva sobre las opiniones del mercado y los inversores en cuanto al programa de emisión de letras y bonos del tesoro para el siguiente período. Asimismo, el ministerio de Hacienda debería consultar al banco central sobre las posibles operaciones nuevas de gestión de tesorería que pudieran tener consecuencias para la liquidez. Cada institución debe consultar a la otra sobre las políticas y las operaciones para la emisión de letras dada la necesidad de que exista una estrategia consensuada para el desarrollo del mercado de letras y las funciones respectivas de las letras del banco central y las del tesoro. Ambas instituciones querrán evitar competir entre sí o dar señales confusas o inconsistentes al mercado. En algunos países (por ejemplo Brasil) el banco central y el ministerio de Hacienda acuerdan una lista común de operadores primarios o contrapartes para las subastas³¹.

Los mecanismos de consultas y asesoramiento en estas materias normalmente podrían formalizarse mediante un protocolo o memorándum de entendimiento. Este documento debe establecer las cuestiones importantes y la ruta para las consultas. El memorándum de entendimiento debe incluir las siguientes tres cuestiones operativas, aunque los detalles se estipulen de forma separada:

- El pago de intereses sobre los saldos del gobierno en el banco central. Este aspecto debe acordarse al formular la política, pero también debe determinarse la base del interés, el vencimiento, casos análogos aplicables del mercado, etc.
- Los mecanismos de intercambio de material sobre pronósticos de flujo de caja, lo que sería útil tratar como tema de reunión semanal a nivel operativo.
- Factores determinantes de, por ejemplo, el momento del día o de la semana de las subastas o licitaciones respectivas, y los anuncios al mercado al respecto.

En los países en que el ministerio de Hacienda puede pedir prestado al banco central, se debe determinar el límite de dichos empréstitos e incluirlo en protocolos claros. La práctica óptima es limitar por ley el acceso directo a dicho financiamiento del banco central a situaciones de emergencia en las que no haya otras operaciones de financiamiento viables y, en caso de utilizarse, restringir el vencimiento a dos semanas, sin posibilidad de renovación continua de los préstamos (véase Banco Mundial, 2009).

En tercer lugar, el banco central presta una serie de servicios al ministerio de Hacienda o la unidad de gestión de deuda. El más importante es el de servir como banco del gobierno. El banco también puede prestar algunos servicios de gestión de deuda y gestión de caja, por ejemplo actuar como agente fiscal (administrando las subastas), de liquidación, registro o pagos. Posiblemente no sea necesario un contrato propiamente dicho entre ambas organizaciones. Sin embargo, es útil contar con algún tipo de “acuerdo de nivel de servicio” para aclarar las expectativas de ambas partes. El recuadro 6 sugiere los temas que pueden incluirse en un acuerdo de nivel de servicio.

³¹No se puede esperar, por supuesto, que el banco central revele los detalles de operaciones de política monetaria específicas.

Recuadro 6. Elementos de un acuerdo de nivel de servicio entre el banco central y el ministerio de Hacienda (o la unidad de gestión de deuda)

Un acuerdo de nivel de servicio puede incluir los siguientes temas:

La notificación que ambas partes deben realizar de todo cambio futuro en el patrón o calendario de subastas.

El tiempo en que el banco central tramitará las transacciones pertinentes, ya sea como agente fiscal, de liquidación o pago.

Detalles de los flujos de información en ambos sentidos. En un esquema de gestión activa de caja es importante que el ministerio de Hacienda tenga una visión de los flujos de la CUT casi en tiempo real. También es necesario que exista un acuerdo con respecto a los detalles y el momento del intercambio regular de pronósticos de flujo de caja.

La base para el cálculo de los honorarios que se pagarán por los servicios y las circunstancias en que podrían cambiar.

Disposiciones sobre compensación si se incumple el acuerdo.

Acuerdos sobre cómo gestionar el riesgo operativo y a qué nivel. Esto incluye el manejo de las cuestiones de continuidad del negocio (por ejemplo en caso de una falla informática).

Mecanismos de revisión del desempeño.

La oficina de gestión de deuda de Francia (AFT) y el banco central (*Banque de France*) celebraron en 2002 un acuerdo de nivel de servicio muy innovador, cuyos detalles principales han sido dados a conocer³². Se rige por tres principios: suministro de información, seguridad y neutralidad financiera. Incluso prevé la compensación de las oportunidades de inversión perdidas porque el banco central de Francia no pueda cumplir con sus compromisos contractuales.

Conclusión

Una buena gestión de tesorería gubernamental es esencial. No solo desde la perspectiva fiscal y presupuestaria de efectividad en términos de costo y eficiencia, sino también por el beneficio que puede traer aparejado para otras políticas financieras, en particular, la gestión de deuda, la política monetaria y el desarrollo de los mercados financieros locales.

Estos beneficios más amplios, no obstante, requieren un sistema eficaz y bien fundado de previsiones de flujo de caja; y una sólida coordinación, tanto entre la gestión de tesorería y la gestión de deuda como entre quienes están a cargo de la gestión de tesorería y el banco central. Dicha coordinación es necesaria a nivel de las políticas y a nivel operativo; en muchos países esta se ha facilitado mucho gracias a la integración de las funciones de gestión de deuda y de gestión de caja.

³²Véase: http://www.aft.gouv.fr/article_787.html

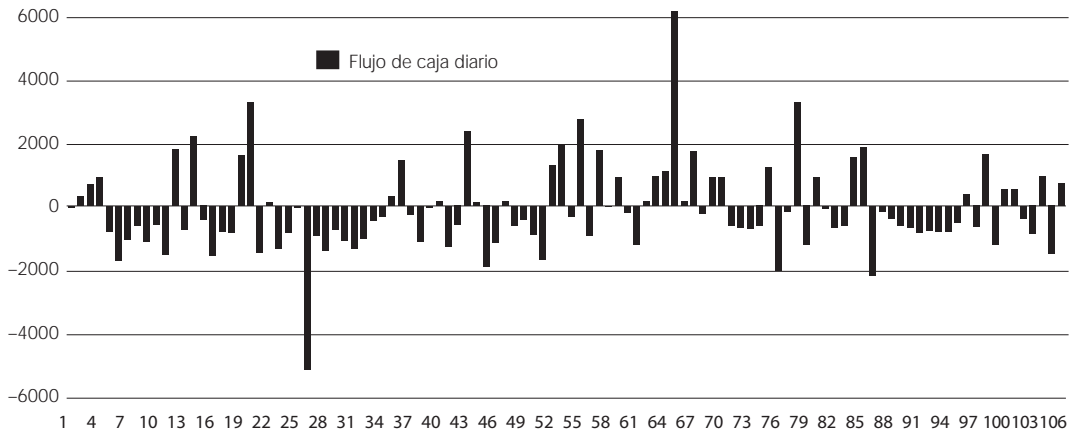
Referencias

- _____, 2009, “Government Cash Management: International Practice”, Documento de trabajo, Oxford Policy Management. Disponible en internet en: <http://www.opml.co.uk/publications>
- Arvai, Zsofia, y Geoffrey Heenan, 2008, “A Framework for Developing Secondary Markets for Government Securities”, documento de trabajo del FMI 08/174 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional, 2009, “Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS) — Guidance Note for Country Authorities”. Disponible en internet en: <http://go.worldbank.org/T7SB6VFEL0>
- Banco Mundial, 2009, *Debt Management Performance Assessment Tool*. Disponible en internet en: <http://go.worldbank.org/4VX651FHBO>
- Fainboim, Israel, y Sailendra Pattanayak, 2010, “Treasury Single Account: Concept, Design and Implementation Issues”, documento de trabajo del FMI (de próxima publicación; Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Gray, Simon, y Nick Talbot, 2007, “Developing Financial Markets”, *Bank of England Handbooks in Central Banking*, No. 26. Disponible en internet en: <http://www.bankofengland.co.uk/education/ccbs/handbooks/ccbshb26.htm>
- Lienert, Ian, 2009, *Modernizing Cash Management*, documento de la serie Notas técnicas y manuales del FMI (Washington: Fondo Monetario Internacional). Disponible en internet en: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2009/tnm0903.pdf>
- McCauley, Robert N., 2006, “Consolidating the Public Debt Markets of Asia”, de *Asian Bond Markets: Issues and Prospects*, BPI, documento N° 30. Disponible en internet en: <http://www.bis.org/publ/bp-pdf/bispap30.htm>
- Mu, Yibin, 2006, “Government Cash Management: Good Practice and Capacity Building Framework”, Banco Mundial, *World Bank Financial Discussion Series*. Disponible en internet en: <http://siteresources.world-bank.org/FINANCIALSECTOR/Miscellaneous/20957911/governmentmu0506.html>
- Storkey, Ian, 2003, *Government Cash and Treasury Management Reform*, Banco Asiático de Desarrollo, Governance Brief, N° 7-2003. Disponible en internet en: www.asiandevbank.org/Documents/Periodicals/GB/GovernanceBrief07.pdf
- Williams, Mike, 2004, *Government Cash Management: Good and Bad Practice*. Disponible en internet en : http://www.mj-w.net/cac_gov_cash.html o http://treasury.worldbank.org/web/pdf/williams_technote.pdf

Anexo A. Ajuste general: Un ejemplo ilustrativo

1. Este anexo ilustra cómo el responsable de la gestión de tesorería puede intentar hacer un “ajuste general” de los flujos de caja futuros utilizando letras del tesoro. El responsable de la gestión de tesorería recibe el pronóstico diario de flujo de caja de los próximos 106 días hábiles como se muestra en el gráfico A1 (todas las cifras han sido expresadas en millones de la moneda nacional). Estas cifras están calculadas después de las emisiones y amortizaciones de deuda programadas, pero antes de que se adoptaran decisiones sobre la emisión de letras del tesoro.
2. La tarea consiste en programar la emisión de letras del tesoro para el mismo período de forma de regular el perfil de flujo de caja para que el excedente o déficit acumulado sea relativamente bajo en todo momento. La intención es anunciar los planes provisorios de emisión total al mercado, por lo menos para el trimestre siguiente. La práctica es emitir solamente letras a un mes (28 días) o a tres meses (91 días).

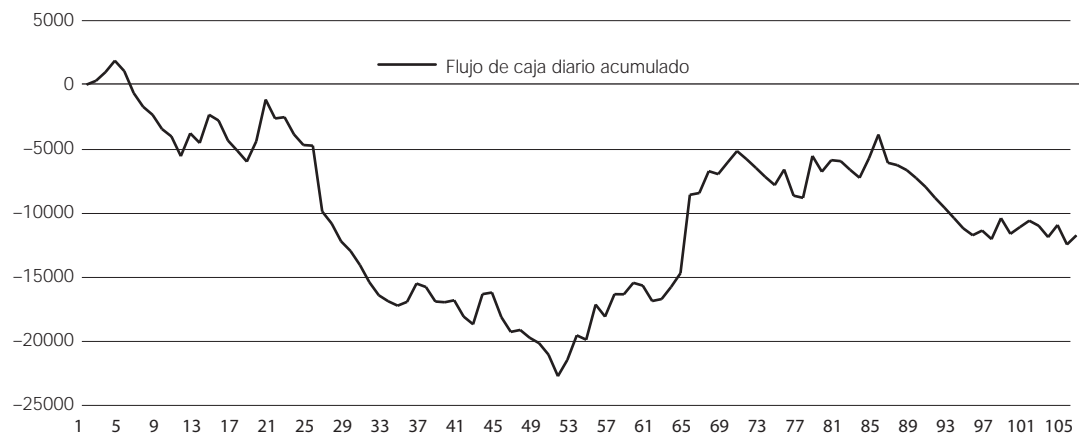
Gráfico A1. Pronóstico de flujo de caja diario



Fuente: Ilustración del autor.

3. La tarea es más abrumadora de lo que parece a primera vista teniendo en cuenta el gráfico anterior del flujo de caja diario. Esto sucede porque los flujos diarios se acumulan para alcanzar un déficit muy elevado en la primera parte del período, como se ilustra en el gráfico A2.

Gráfico A2. Flujo de caja diario acumulado



Fuente: Ilustración del autor.

Supuestos y limitaciones

4. El stock existente de letras del tesoro es, en moneda nacional, el siguiente:

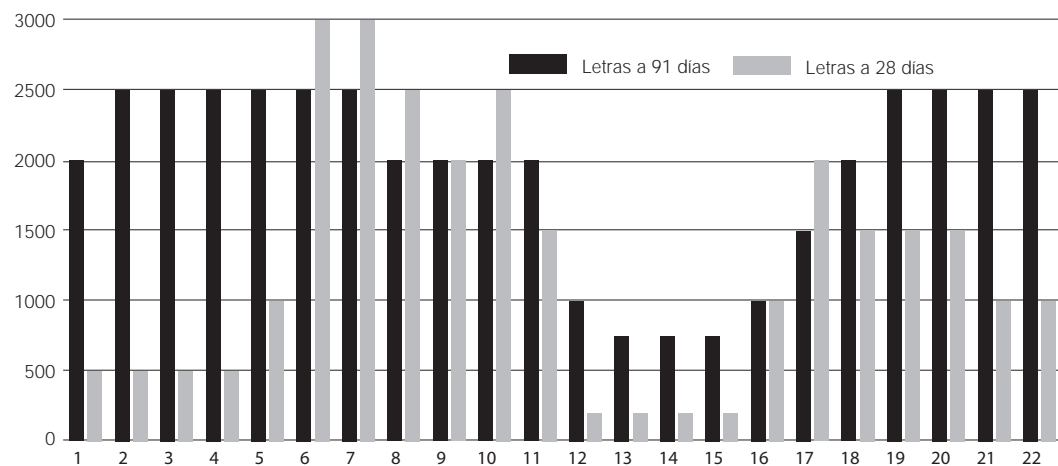
Letras a 28 días	4.000
Letras a 91 días	1.000
Total	17.000

5. El stock se encuentra (por coincidencia) en estado estable: las letras a 28 días existentes se amortizarán de la misma forma en las próximas cuatro semanas; y las letras a 91 días en 13 semanas.
6. Las letras se emiten una vez por semana; hay cinco días hábiles por semana (no hay feriados en el período). Las letras se emiten el día 1, 6, 11...106 (22 semanas). Se amortizan el mismo día de la semana en que se emiten, es decir, no se tienen en cuenta las demoras de liquidación.
7. El mercado no tiene una capacidad ilimitada de absorber las letras del tesoro y se le debe dar un trato lo más “gentil” posible. Por ejemplo, el mercado preferiría evitar una variación de gran envergadura en la emisión, de un estado estable de 1.000 de cada tipo de letra, por ejemplo, una emisión máxima por semana de 2.500 para letras a 91 días; y 3.000 para letras a 28 días. También se deben evitar las variaciones importantes de una semana a otra; pero cada semana se deben emitir por lo menos algunas letras de cada tipo.
8. Lo ideal es que el déficit de flujo de caja máximo acumulado en cualquier momento dado no supere a 5.000. Esta cifra podría ser, por ejemplo, el saldo de efectivo de apertura en la CUT en el banco central, que nunca debe ser negativo. El excedente máximo puede ser un poco superior, pero lo ideal es que no sea mucho más.
9. Lo ideal es que la emisión de letras a 91 días sea menos variable de una semana a la otra que la de las letras a 28 días.

El resultado

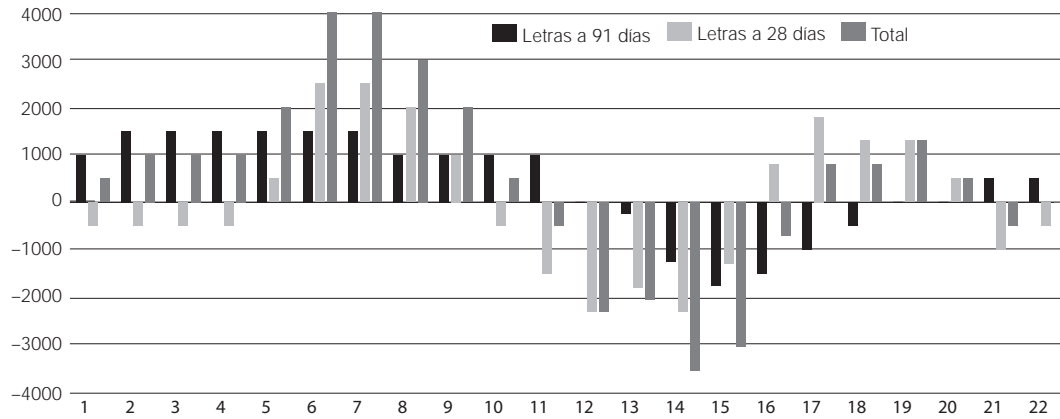
10. El responsable de la gestión de tesorería utiliza una planilla sencilla para analizar la forma en que los diferentes patrones de emisión total afectan el perfil acumulado y, al mismo tiempo, monitorea el perfil de emisión neto y el efecto en el stock.
11. No existe una única solución “correcta”. Los siguientes gráficos presentan una solución. Los gráficos A3–5 muestran la emisión de letras por semana; y el gráfico A6 el perfil de flujo de caja final. La emisión más variable de letras a un mes es más evidente, aunque el perfil requiere también cierta variación en la emisión a tres meses.

Gráfico A3. Emisión semanal total de letras



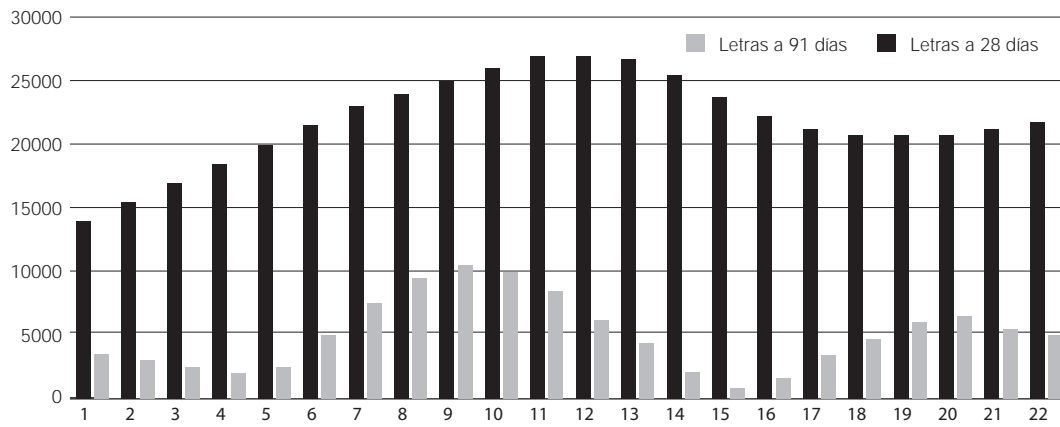
Fuente: Ilustración del autor.

Gráfico A4. Emisión semanal neta de letras



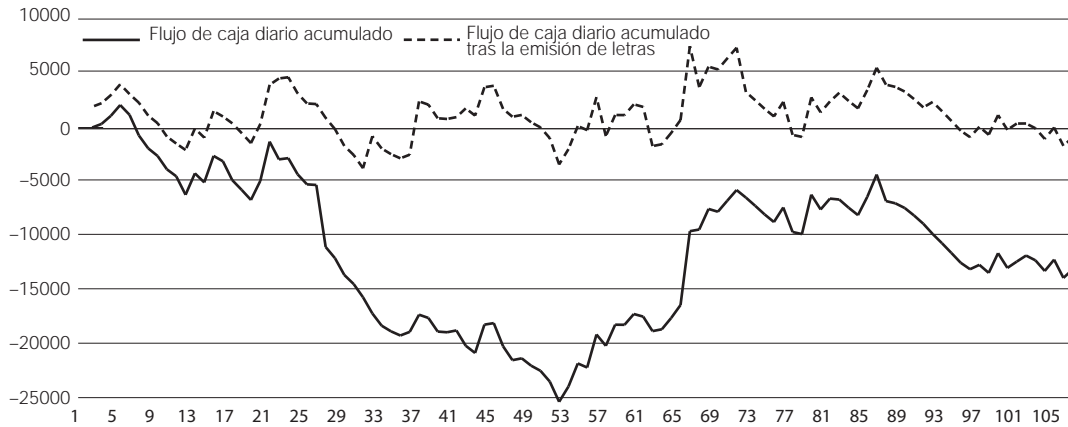
Fuente: Ilustración del autor.

Gráfico A5. Stock semanal de letras del tesoro



Fuente: Ilustración del autor.

Gráfico A6. Flujo de caja diario acumulado tras la emisión de letras



Fuente: Ilustración del autor.

TNM/10/13 (S)

Fondo Monetario Internacional
Departamento de Finanzas Públicas

700 19th Street NW

Washington, DC 20431, EE.UU.

Tel: 1-202-623-8554

Fax: 1-202-623-6073