

# **Gestión de caja gubernamental: Relación entre el tesoro y el banco central**

**Mario Pessoa y Mike Williams**

*Departamento de Finanzas Públicas*

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

Departamento de Finanzas Públicas

**Gestión de caja gubernamental:  
Relación entre el tesoro y el banco central**

Mario Pessoa y Mike Williams

Distribución autorizada por Carlo Cottarelli

Noviembre de 2012

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 de los autores y no necesariamente representan las del FMI o las políticas del FMI.

Números de clasificación JEL:	E44, E58, E62, E63, H30, H60, H63, H83
Palabras clave:	banco central, gestión de deuda, política fiscal, política monetaria, finanzas públicas, gestión financiera pública, tesoro, cuenta única de tesorería
Correo electrónico de los autores:	mpessoa@imf.org y mike.williams@mj-w.net

# NOTAS TÉCNICAS Y MANUALES

## Gestión de caja gubernamental: Relación entre el tesoro y el banco central

Mario Pessoa y Mike Williams

**En esta nota técnica se abordan los siguientes temas principales:**

- La interacción entre la gestión de tesorería y las operaciones de política monetaria, dentro del contexto más amplio de las respectivas responsabilidades económicas del ministerio de Hacienda y el banco central.
- Los mecanismos institucionales para una relación eficaz entre el tesoro y el banco central.
- Acuerdos contractuales entre el tesoro y el banco central para la provisión de servicios bancarios, entre otros.

Este documento es especialmente relevante para países en vías de desarrollo que estén reformando sus operaciones de gestión de caja, en particular aquellos que busquen una gestión de caja más activa, o donde existan diferencias en materia de políticas operativas entre el tesoro y el banco central.

### **I. Importancia de formalizar la relación entre el tesoro y el banco central para una mejor gestión de caja<sup>1</sup>**

La relación entre el tesoro<sup>2</sup> y el banco central es un elemento central de las políticas financieras. Dicha relación opera a diferentes niveles. La coherencia de la política monetaria con las políticas de financiación del gobierno (además de la política fiscal) da sustento a una política macroeconómica exitosa. No obstante, la gestión de la deuda del gobierno y su caja interactúa directamente con las operaciones de política monetaria. A medida que las propias operaciones del gobierno adquieren más sofisticación, particularmente en lo que respecta a la gestión de caja, algunas de esas interacciones se intensifican. Así mismo, ambas instituciones interactúan con el sistema bancario de diversas maneras, ya sea como usuarios de los servicios transaccionales de los bancos o bien como su contraparte financiera (y potencialmente también como

<sup>1</sup>Esta nota técnica fue preparada a solicitud del Foro de Tesorerías Gubernamentales de América Latina (FOTEGAL) y se benefició de valiosas contribuciones aportadas por J. Mueller, R. Allen, J. Gardner, C. de Albuquerque, M. Anthony, K. Eckhold, G. Pedras y R. Jiménez.

<sup>2</sup>Las referencias al “tesoro” o “tesorería” que se hacen en esta nota técnica corresponden a la función, no a un modelo organizacional determinado dentro de la variedad de modelos que existen al respecto.

propietario o regulador). Al mismo tiempo, el banco central es el banquero del tesoro y presta diversos servicios a nivel operativo, tales como la gestión de la cuenta única del tesoro (CUT) y como agente fiscal en la realización de subastas, agente de liquidación o agente de registro de bonos.

Dicha relación exige por lo tanto cierto grado de reflexión, en la medida en que habrá diferencias de política. El tesoro y el banco central gestionan por separado distintos componentes del balance global del sector gubernamental, y tendrán distintas prioridades y percepciones del riesgo. Si no hay mecanismos adecuados de gestión de gobierno y de planificación, además de buena voluntad por ambas partes, se plantea el riesgo de que las medidas de política entren en conflicto y se amplifique el perjuicio para la economía. Se necesita un marco que permita la comprensión de las políticas, la coordinación operativa y la prestación de servicios en aspectos que van desde la coordinación de alto nivel de las políticas fiscal, financiera y monetaria hasta la gestión de las subastas de letras del Tesoro y los mecanismos bancarios del gobierno.

En esta nota técnica se abordan estos temas y se analiza la mejor forma de gestionar la relación para la consecución de los objetivos de gestión de caja (y de deuda) por una parte y de la política monetaria (y la gestión de reservas) por la otra. Se dedica especial atención a la interacción entre la gestión de caja y las operaciones de política monetaria, dado que las recientes reformas modifican las respectivas responsabilidades así como el enfoque de las políticas públicas. Tras un resumen del sistema moderno de gestión de caja, dentro del contexto más amplio de una mayor separación operativa de la política monetaria, la política fiscal y la política de gestión de caja y de deuda (sección II), en el documento se esboza el proceso de reforma y lo que este implica para el tesoro, el banco central y los bancos comerciales (sección III). Después de un análisis más completo de algunos desafíos concretos que surgen en materia de políticas (sección IV), se consideran las formas en que debe estructurarse la interacción desde el punto de vista institucional y administrativo (sección V). En la sección VI se analizan los acuerdos de nivel de servicios, y en la sección VII se exponen las conclusiones. Esta nota es especialmente relevante para países en vías de desarrollo.

## **II. El marco moderno**

El contexto más amplio abarca la relación de alto nivel en materia de políticas entre el Ministerio de Hacienda y el banco central. Una de las lecciones que dejaron las crisis financieras de los años ochenta y noventa ha sido que en la gestión de la deuda, la política fiscal y la política monetaria deben tratarse como brazos separados de la política macroeconómica y tener objetivos específicos. Debe haber coherencia en la combinación general de las políticas, según se señala en el recuadro 1, si bien el uso de diferentes instrumentos para alcanzar diferentes objetivos facilita una mayor transparencia y previsibilidad, lo que eleva el grado de credibilidad y eficacia de las políticas; así mismo, las políticas creíbles producen mejores resultados globales en comparación con otras menos creíbles. La debilidad de los vínculos entre las opciones de gestión de la deuda (es decir, la elección de un instrumento) y las condiciones monetarias

### **Recuadro 1. La importancia de la coherencia de las políticas al más alto nivel**

La eficacia de la descentralización de las políticas y la credibilidad de las respectivas autoridades depende de la coherencia que guarde la combinación global de políticas. Muchos países hacen hincapié en la separación de las funciones operativas entre el ministerio de Hacienda o el tesoro y el banco central; sin embargo, las políticas completamente separadas solo funcionan si existen instrumentos de política separados que sean independientes entre sí, lo que puede no observarse en los países de mercados emergentes. Así, los planes de financiamiento pueden someter las operaciones de política monetaria interna a una tensión indebida, o la introducción de un nuevo bono vinculado a la inflación puede tener consecuencias para la política monetaria. Un ejemplo más concreto, que se analiza más adelante, es la emisión de valores por parte de los bancos centrales con el objeto de absorber liquidez en el mercado monetario. La forma en que los bancos centrales lo hacen tiene consecuencias para el mercado de valores y las propias ventas de títulos a corto plazo por parte del gobierno. A menos que en ese proceso se tengan en cuenta los respectivos objetivos, existe el peligro de debilitar la credibilidad del gobierno en cuanto a su capacidad de alcanzar sus objetivos de política.

La gestión de deuda y de caja y la política monetaria deben por lo tanto estar integradas en un marco macroeconómico de análisis más amplio que determine una combinación consistente de políticas. Distintos países coordinan sus políticas de distintas maneras. Algunos países tienen Leyes de Responsabilidad Fiscal que incluyen objetivos o techos en los niveles de déficit y de deuda. Muchos países tienen un Comité de Deuda Pública (CDP) interno, o acuerdos similares, para facilitar la coordinación. Estos órganos congregan representantes de las principales funciones de política macroeconómica para asegurar que las decisiones de gestión de la deuda y, más generalmente, las decisiones relacionadas con activos y pasivos, están debidamente insertas en las políticas macroeconómicas más amplias. El papel de un CDP u otro mecanismo institucional se analiza más adelante. Cabe destacar, no obstante, que nos concentramos fundamentalmente en la interacción de alto nivel y estratégica, sin extendernos a las decisiones de política de corto plazo, tales como la intervención del tesoro en las modificaciones de las tasas de política monetaria del banco central, o a la participación del banco central en decisiones concretas de emisión de deuda; en estos casos es importante que se mantenga la independencia operativa.

o de liquidez, y entre las condiciones monetarias y la inflación, permite que haya una mayor separación entre las operaciones de política monetaria y la gestión de deuda y de caja. Para la mayoría de los fines prácticos, el control sobre las tasas de corto plazo es suficiente para lograr los objetivos del banco central<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup>Véase en Nunes (1999) y Turner (2011) un resumen de algunos de los antecedentes y del pensamiento sobre el tema; Blommestein y Turner (2011) sostienen que la crisis financiera y económica ha hecho también que las líneas de división entre la gestión de la deuda pública y la política monetaria sean ahora menos nítidas en países desarrollados. Las oficinas de gestión de la deuda (OGD) han operado más en el extremo corto de la curva de rendimientos y los bancos centrales han intervenido cada vez más activamente en los mismos mercados de bonos públicos de largo plazo que las OGD. Incluso en países desarrollados puede no existir una separación no calificada de la gestión operacional de la deuda y de la política monetaria. Véase Togo (2007) para más información acerca de la importancia de la coherencia de las políticas y el papel de un marco de gestión de activos y pasivos para lograrla.

Así, un elemento fundamental del marco moderno es la independencia del banco central respecto de la política monetaria. No obstante, la naturaleza precisa de dicha independencia varía y se determina de acuerdo con las estructuras nacionales constitucionales y las prácticas. En la mayoría de los países el gobierno conserva algunas responsabilidades, como la designación de los miembros del comité de política monetaria, y posiblemente, su facultad teórica de revocación.

En las últimas dos décadas esta mayor separación de las políticas ha estado acompañada de forma paralela por una reforma progresiva de las respectivas funciones operativas del tesoro y del banco central. A riesgo de incurrir en una excesiva simplificación, en el modelo tradicional:

- **La función principal del tesoro era la de servir como oficina de pagos del gobierno.** Manejaba todos los pagos gubernamentales de forma centralizada o bien liberaba efectivo para los ministerios, departamentos y organismos (MDO) ejecutores del gasto, generalmente a sus cuentas bancarias en el banco central o en bancos comerciales. La Cuenta Única de Tesorería (CUT) estaba incompleta, ya que los organismos públicos a menudo mantenían varias cuentas, tanto en el banco central como en bancos comerciales. La gestión de caja era esencialmente pasiva. El tesoro monitoreaba los saldos de caja, manteniendo una reserva de efectivo para atender tanto la volatilidad como las salidas de fondos imprevistas, y, en caso necesario, racionando el efectivo mediante restricciones o demoras en el pago de facturas, lo que a menudo provocaba una acumulación de atrasos.
- **El banco central desempeñaba diversas funciones.** Gestionaba las condiciones monetarias internas recurriendo a distintas herramientas (fijación de tasas de interés de política monetaria, operaciones de mercado abierto (OMA), coeficientes de reservas, etc.), y al hacerlo procuraba tomar en cuenta los propios flujos de caja del gobierno. En su carácter de agente fiscal del gobierno, no solo administraba las subastas de bonos y letras, sino que además influía de manera significativa en las políticas de emisión y financiamiento, lo que reflejaba la capacidad limitada del tesoro, emitiéndose a menudo deuda pública tanto en función de los requerimientos de caja del gobierno como a los efectos de la gestión de liquidez del banco. En la práctica, esto tendía a implicar que se emitieran bonos para financiar los déficits presupuestarios y letras del Tesoro tanto con fines de liquidez como para financiar necesidades de efectivo a corto plazo<sup>4</sup>. El banco central también prestaba una serie de servicios al gobierno como su banco (lo que podría extenderse a la función de cajero, procesador de pagos y prestamista de última instancia) y de manera diversa como agente de liquidación, proveedor de servicios de registro, etc. El banco central retenía responsabilidades más amplias respecto del sistema financiero, especialmente como administrador o regulador de los sistemas de pago (y liquidación), supervisor de los mercados interbancario y monetario y, en muchos casos, regulador prudencial de los bancos comerciales y otras instituciones financieras. En algunos países, el banco central, de hecho, tenía ciertas responsabilidades en materia de ejecución presupuestaria a través de su control sobre las cuentas bancarias de los MDO.

---

<sup>4</sup>En algunos países se establecieron reglas de oro para permitir la emisión de deuda nueva únicamente para financiar inversiones de capital. Las letras del Tesoro se usarían solo para cubrir brechas temporales entre la entrada de ingresos y el pago de gastos durante el mes.

- **Los bancos comerciales prestaban servicios bancarios a los MDO**, como parte del proceso de mantener saldos sustanciales de la tesorería gubernamental (depósitos a la vista y a plazo).

Este enfoque tradicional ha tenido las siguientes consecuencias:

- **Excedente de liquidez gubernamental:** Los saldos inactivos mantenidos en los bancos resultan costosos para el gobierno y rentables para el sector bancario. Debido a que los saldos no suelen ser remunerados, o lo son a una tasa inferior a la del endeudamiento necesario para financiarlos, se genera normalmente un subsidio implícito del gobierno. La falta de una tasa de interés acorde con el mercado también da al gobierno y a los bancos los incentivos incorrectos.
- **Los flujos de tesorería gubernamental han sido una causa importante de volatilidad a corto plazo en los mercados monetarios y la liquidez bancaria**, complicando tanto la gestión de liquidez de los bancos como las operaciones de política monetaria del banco central. La necesidad de absorber el exceso de liquidez en el sistema bancario puede resultar costosa para el banco central.
- **La ejecución por parte del banco central de la gestión de tesorería gubernamental y de deuda puede entrar en conflicto con sus objetivos y operaciones de política monetaria**, en particular con relación a la fijación de la tasa de interés y la emisión de señales al respecto<sup>5</sup>.
- **Los préstamos del banco central al gobierno incrementan la base monetaria**, con posibles consecuencias para la inflación.

El marco institucional moderno contempla por lo tanto una clara separación de funciones:

- **El banco central se concentra en la política monetaria.** Uno de los resultados de la mayor independencia del banco central es que sus objetivos son ahora más estrechos, concentrándose especialmente en el control de la inflación. Todavía puede prestar servicios al gobierno, tales como la CUT, aunque los servicios de transacciones bancarias tienden cada vez más a confiarse a los bancos comerciales<sup>6</sup>. En los casos en que sigue siendo un agente fiscal, su función es más claramente la de agente, y no la de conductor de políticas.
- **El tesoro adquiere una función de pleno alcance<sup>7</sup>.** Concentra toda la liquidez gubernamental, asume la plena responsabilidad de la gestión de deuda y maneja activamente la tesorería. Hay una gran variedad de prácticas, pero una gestión de caja efectiva facilita la ejecución irrestricta del presupuesto, y si se la realiza correctamente disminuye los saldos promedio de efectivo, reduciendo los costos, y modera la volatilidad del mercado moneta-

<sup>5</sup>Por ejemplo, las tasas de interés más elevadas necesarias para alcanzar los objetivos de política monetaria pueden contraponerse al objetivo de mantener bajo el costo del servicio de la deuda; o el mercado puede considerar los cupones de las nuevas emisiones de deuda como una señal de las intenciones en materia de tasas de interés.

<sup>6</sup>Los bancos centrales que cumplen una función de banco minorista a menudo son reacios a expandirse; esa función es costosa y no forma parte de sus responsabilidades centrales; los bancos comerciales que tienen redes más amplias están en mejores condiciones de lograr economías de escala.

<sup>7</sup>Los mecanismos institucionales varían. Según se destacó anteriormente, el análisis se centra aquí en las funciones del tesoro (primordialmente la ejecución presupuestaria y la gestión de caja) independientemente de que ellas residan en una unidad denominada “tesoro” o una “oficina de gestión de deuda y de tesorería” integrada.

rio. Los MDO pueden gestionar su propio gasto, pero el tesoro gestiona la caja global del gobierno a través de la CUT.

- **La banca presta servicios bancarios al tesoro y a los MDO de acuerdo con las necesidades y según un sistema transparente de costos.** Esto se debe hacer mediante acuerdos de nivel de servicios (ANS) celebrados en un proceso de licitación competitiva. El papel de los bancos depende del grado en el cual el procesamiento de los pagos gubernamentales esté centralizado en el tesoro o realizado en forma distribuida por los MDO. En los sistemas de pago más descentralizados hay mayor margen para que los bancos comerciales provean servicios específicos tales como la colocación del excedente de efectivo de corto plazo en inversiones a plazo fijo.

### III. Desarrollo de un sistema moderno de tesorería

#### A. Requerimientos gubernamentales

Los requerimientos de una función de gestión de tesorería moderna son claros<sup>8</sup>. Incluyen:

- **Una CUT integral** que consolide todos los saldos de la tesorería gubernamental en una cuenta única, general y preferiblemente en el banco central<sup>9</sup>. Todos los ingresos gubernamentales son transferidos a la CUT inmediatamente después de recibidos, incluidos los denominados “ingresos propios” que reciben los MDO.
- **Un sistema eficaz de pagos gubernamentales**, ya sea centralizado mediante una CUT a cargo del tesoro, o descentralizado a cargo de los MDO, como se resume en el recuadro 2. En caso de ser descentralizado, todas las cuentas bancarias de los MDO deben estar conectadas con la CUT y quedar con saldo cero de un día para el otro, desplazando cualquier saldo de efectivo nuevamente a la CUT. Los bancos comerciales deben tener la capacidad de realizar operaciones de “barrido” con el banco central, y prestar servicios de pago electrónico y conciliación.
- **Un sistema integrado de información de gestión financiera (SIIGF) vinculado, y administrado por el tesoro**, que permita la gestión, el seguimiento, el control, la conciliación, la contabilización y la presentación de informes sobre la ejecución presupuestaria y los saldos en cuentas bancarias, en particular la CUT.
- **Un sistema de previsión del flujo de caja capaz de formular proyecciones precisas de las entradas y salidas de flujos de caja a corto plazo.** Al haber una separación entre el permiso para gastar y el desembolso de los pagos en sí, los flujos a través de la CUT deben constituir el foco de esas previsiones. Las buenas previsiones del flujo de caja son la base para una gestión de caja activa. Lo ideal es disponer de previsiones móviles de los flujos de caja diarios que pasan por la CUT para los tres meses siguientes como mínimo, incluidos los correspondientes al final del ejercicio fiscal. Esto debe complementarse con la posibilidad de monitorear las variaciones reales del saldo agregado de la cuenta principal de la CUT, preferiblemente lo más cerca posible del tiempo real.

<sup>8</sup>Véase, por ejemplo, Lienert (2009).

<sup>9</sup>Véase una descripción más detallada de los requerimientos y las alternativas en Pattanayak y Fainboim (2011).



## Recuadro 2. La CUT y los sistemas de pago

La CUT puede funcionar con una diversidad de sistemas de pago centralizados, descentralizados o híbridos, ya sea en cuanto a la aprobación de pagos, el procesamiento de transacciones y el control contable. A continuación se muestra la matriz 2x2 con las distintas opciones:

Procesamiento de pagos: Las alternativas		
	El Banco Central es responsable de las operaciones bancarias	Los bancos comerciales son responsables de las operaciones bancarias
El tesoro es responsable del procesamiento de pagos		
Las unidades ejecutoras del gasto son responsables del procesamiento de pagos		

La responsabilidad de la devolución de pagos tiende a asociarse con el uso de los bancos comerciales para gestionar transacciones. La mayoría de los países se enmarcan en la celda superior izquierda de la matriz (como es el caso de Francia y Rusia) o en la celda inferior derecha (Reino Unido, Australia), aunque hay otros ejemplos (Sudáfrica se encuadra en su mayor parte en la celda inferior izquierda) y países con mecanismos mixtos (China, India, Estados Unidos). La centralización de los pagos es relativamente más común en los países más pequeños o menos desarrollados, a menudo como parte de un proceso de reforma.

El procesamiento centralizado de transacciones implica concentrar en el tesoro la facultad de tramitar transacciones, y de acceder a la CUT y operarla. El tesoro (en algunos países con una red de tesoros regionales o con funcionarios del Tesoro incorporados a los ministerios para facilitar el proceso) puede aprobar los pagos así como procesarlos. Pero en otros casos, como los de Belarús, Argentina y Georgia, los MDO pueden ser responsables de efectuar los pagos y rendir cuenta de ellos, aunque los pagos en sí serán procesados por el tesoro.

En el caso de los sistemas descentralizados de pago y contabilidad cada MDO procesa sus propias transacciones durante la ejecución del presupuesto y opera directamente el crédito respectivo sobre el efectivo. El requisito fundamental en todos los mecanismos que hagan uso de bancos comerciales es que cualquier saldo de efectivo que quede en el sistema bancario al final del día deberá traspasarse nuevamente a la CUT; toda cuenta transaccional debe abrirse como una cuenta de saldo cero (CSC). Existe una separación de la caja respecto del permiso para gastar; el efectivo no sale de la CUT hasta que el pago es finalmente cumplido. Los requisitos son aplicables a las cuentas que se utilizan para efectuar desembolsos o para la recaudación de ingresos públicos; por ello al final del día todos los ingresos recaudados serán depositados en la CUT.

- **Gestión de caja activa:** El uso de instrumentos financieros de corto plazo, tanto del lado del pasivo como del activo (letras del Tesoro, repos y repos inversos<sup>10</sup>, depósitos a plazo, etc.), para una mejor gestión de los saldos y los descuadres de tiempo<sup>11</sup>. Al asegurar la disponibilidad de efectivo y además evitar que haya saldos de efectivo innecesariamente ociosos se minimizan los costos netos de endeudamiento. Una menor volatilidad del saldo de caja del gobierno también facilita la labor de política monetaria del banco central<sup>12</sup>. A medida que se desarrollan las capacidades es posible apuntar a que la CUT tenga un saldo bajo y estable, que debería ser remunerado (tema analizado más adelante).

Hay una serie de aspectos institucionales y de mercado que sustentan estas características de la gestión de tesorería moderna:

- Las capacidades (sistemas, dotación de personal) y la estructura organizacional del tesoro a menudo deben ser fortalecidas sustancialmente, a los efectos de que apoyen la gestión de transacciones financieras.
- **Se necesitan nuevas estructuras de coordinación para cubrir:**
  - El intercambio de información entre los responsables de la gestión de caja, los organismos de recaudación de ingresos y los MDO ejecutores del gasto (y cualquier dependencia de los ministerios pertinentes), en relación con los flujos de pagos e ingresos, y las previsiones del flujo de caja.
  - La estrecha coordinación (o integración) de las operaciones de gestión de deuda y de caja.
  - Acuerdos entre el tesoro y el banco central sobre flujos de información, sobre las respectivas responsabilidades y sobre cualquier interacción operativa, incluido el desarrollo de los mercados financieros.
- **Los mercados financieros necesitan tener cierto nivel de desarrollo y liquidez para que la tesorería pueda ser gestionada de manera activa.** Es especialmente importante que haya un mercado monetario razonablemente líquido.

Estas características en materia de buenas prácticas son aplicables por igual a los países desarrollados y a los menos desarrollados. Sin embargo, el desarrollo de una gestión activa de caja en los países de bajo ingreso está inevitablemente limitado por la estrechez de los mercados financieros y en particular por la falta de liquidez en el mercado monetario. En estos casos las iniciativas de reforma tienden a centrarse en la CUT y en la elaboración de previsiones del flujo de caja. Muchos países de mercados emergentes y de mediano ingreso, sin embargo, están usan-

<sup>10</sup>Un “repo” (versión abreviada de la expresión en inglés de acuerdo de venta y recompra) es la venta de valores asociada a un acuerdo de volver a comprarlos más adelante. Un repo inverso es la compra de valores asociada a un acuerdo de venderlos más adelante. Un repo puede considerarse equivalente a un préstamo con garantía; por lo tanto los encargados de la gestión de tesorería gubernamental pueden decidir tomar préstamos a través de un repo, captando efectivo contra una transferencia temporal de activos. En el caso contrario, un repo inverso puede describirse como una inversión con garantía. Para las transacciones de repos, los responsables de la gestión de deuda y de tesorería gubernamental casi invariablemente usan o exigen letras o bonos del Tesoro como activos en garantía. A menudo el repo es el instrumento elegido por el banco central para las operaciones de política monetaria.

<sup>11</sup>En Williams (2010) se describen más exhaustivamente la gestión activa de caja y su interacción con otras políticas.

<sup>12</sup>Las variaciones del saldo de caja del gobierno en el banco central (es decir, las variaciones de la cuenta operativa principal de la CUT) son en general el principal factor autónomo que influye en la liquidez del sistema bancario interno (es decir, los depósitos netos mantenidos por las instituciones de crédito en el banco central). Si el gobierno es capaz de moderar las fluctuaciones de los saldos en poder del banco central, la tarea de gestión de liquidez interna a cargo de este último se reducirá de forma acorde.

do cada vez más letras del Tesoro o depósitos bancarios para suavizar los flujos de caja, a partir de la disponibilidad de mejores previsiones.

## **B. Implicaciones para el banco central**

El desarrollo de una función de caja moderna y, en particular, las mejoras de la gestión de tesorería gubernamental implican consecuencias para el banco central. En primer lugar, el marco moderno se sustenta en que el banco central sea el responsable operativo del ejercicio de la política monetaria, una reforma que en la mayoría de los casos habrá precedido el desarrollo de la gestión de caja. La naturaleza precisa de esa responsabilidad varía y está determinada por los marcos y las prácticas legales propios de cada caso.

A medida que se introduzcan mejoras en la gestión de caja del gobierno, se generarán una serie de consecuencias para las operaciones del banco central. Al principio, a medida que se desarrolla la CUT y el efectivo es “repatriado” desde los saldos que los MDO mantienen en los bancos a la CUT, habrá una salida de liquidez del sistema bancario. Frecuentemente, esto resulta conveniente para el banco central, ya que el aporte de liquidez le permitirá controlar mejor las condiciones monetarias internas. Además, si el gobierno no estaba recibiendo una tasa de mercado plena por sus saldos de efectivo, se les retirará el subsidio implícito a los bancos comerciales. El retiro de los depósitos de los bancos también tendrá naturalmente consecuencias para estos últimos, las cuales se analizarán en la siguiente sección.

A medida que se desarrolle una gestión de caja más activa, pueden surgir consecuencias para la gestión de política monetaria. Cuando el gobierno comience a administrar los excedentes de caja, transfiriéndolos fuera del banco central ya sea mediante el gasto, la amortización de deuda interna o inversiones de corto plazo en el sistema bancario, habrá, *ceteris paribus*, una distensión monetaria. Con una mejor planificación de su caja, el tesoro podrá mantener un menor volumen de reservas de efectivo para hacer frente a una inesperada escasez de efectivo<sup>13</sup>. Además, si los saldos no están remunerados, el banco central perderá el beneficio que le comportan esos depósitos. Habrá otro impacto negativo en las utilidades del banco central si este se ve obligado a drenar efectivo para compensar la distensión monetaria, ya sea emitiendo sus propias letras o tomando préstamos a través de repos.

En el mediano plazo, sin embargo, cuanto más pueda el tesoro mantener sus saldos de efectivo en un nivel bajo y constante y mejorar la calidad de las proyecciones del plan de tesorería habrá un evidente beneficio para el banco central. Ello se debe a que el gobierno ya no será un factor significativo de influencia en las condiciones monetarias internas. La moderación en la fluctuación de los depósitos del tesoro en el banco central puede proveer un ambiente más estable para las operaciones monetarias del banco central. Quedarán otros factores autónomos de influencia en la liquidez interna —las variaciones en la demanda de billetes por parte del público y las entradas netas de divisas— pero estos factores son respectivamente más predecibles o más controlables por el banco central. Aun cuando el tesoro no pueda suavizar totalmente los

---

<sup>13</sup>La reserva todavía tendrá que tener en cuenta la volatilidad del mercado y el riesgo de vuelco, así como posibles errores en los pronósticos de flujo de caja.

### Recuadro 3. La importancia del mercado monetario

Un mercado monetario que funcione correctamente es la piedra angular de un sistema competitivo y eficiente de intermediación financiera basada en el mercado. Normalmente, el mercado monetario de un país debe funcionar bien antes de que pueda desarrollarse plenamente un mercado de bonos públicos, incluido un mercado primario eficiente y un mercado secundario líquido. Un mercado monetario que funcione adecuadamente desempeña varias funciones importantes: i) facilita el ejercicio del control monetario mediante instrumentos de mercado, anclando el extremo corto de la curva de rendimientos y respaldando el desarrollo del mercado cambiario; ii) da a las autoridades mejores señales de las expectativas del mercado; iii) permite a los bancos y a sus clientes gestionar mejor su liquidez, y iv) fortalece la competencia en la intermediación financiera.

El desarrollo de un mercado monetario que funcione correctamente, sin embargo, requiere que se cumplan tres condiciones fundamentales<sup>1</sup>:

- Métodos de ejecución de la política monetaria basados en el mercado.
- Sistemas adecuados de gestión que provean estimaciones fiables de los flujos futuros de caja del gobierno y provisiones de la liquidez bancaria agregada.
- La presencia de bancos y otras instituciones financieras con incentivos para desarrollar servicios eficientes de gestión de la liquidez y el riesgo.

Un mercado monetario eficiente estimula el desarrollo de mercados más activos de títulos de deuda al reducir las primas de riesgo de liquidez y permitir que los inversores mantengan carteras más grandes de instrumentos a más largo plazo. Debe evolucionar en paralelo con el mercado de títulos del gobierno. El acceso a la liquidez y a los títulos valores, con un mercado de repos que funcione adecuadamente y mecanismos de préstamo de valores, es un factor importante para que haya actividades apropiadas de negociación secundaria. Un mercado monetario bien desarrollado también contribuye a promover la emisión privada de certificados de depósito negociables, pagarés y papeles comerciales. Al igual que en el caso de la deuda pública, los mercados activos de instrumentos de corto plazo dan sustento al desarrollo de mercados de bonos empresariales de más largo plazo.

<sup>1</sup>Banco Mundial (2007). Los autores señalan también que el desarrollo de un mercado monetario activo podría frenarse si no se adopta un acuerdo marco de emisión de repos y mecanismos de neteo y liquidación exigible anticipada y existe falta de transparencia respecto de los índices y volumen de actividad del mercado monetario.

saldos de caja, el banco central se beneficiaría con un mejor flujo de información sobre previsiones que el que aporte acerca de las variaciones futuras de la CUT.

El banco central podría seguir actuando como agente fiscal para la realización de subastas, pero al aumentar el número de transacciones en el mercado monetario, existe un riesgo de confusión entre las operaciones del banco central y las del tesoro, particularmente cuando en ellas interviene el mismo grupo de contrapartes del mercado. En la práctica, los encargados de una gestión de caja más activa desarrollan su propia capacidad de “*front office*”, es decir, de administrar directamente la emisión de letras y bonos del Tesoro, realizar subastas y tener una relación

activa con los operadores del mercado. En cualquier caso, es importante que en el mercado no haya malentendidos en cuanto a qué institución hace qué actividad y con qué propósito.

Con relación a las políticas, es necesario que las respectivas responsabilidades estén claramente definidas. Por lo general significaría que los responsables de la gestión de tesorería gubernamental no tengan contacto con el banco central con respecto a las decisiones relativas a la tasa de interés o las modificaciones previstas de la tasa. Tampoco deben recibir desde dentro del gobierno ninguna notificación anticipada de las declaraciones de política o divulgación de datos que afecten las expectativas del mercado respecto de la tasa de interés a corto plazo.

Con respecto a la cooperación en materia de políticas, el desarrollo del mercado financiero interno, y en particular el mercado monetario, es un aspecto especialmente importante de cooperación entre el tesoro y el banco central. El buen funcionamiento del mercado monetario respalda el ejercicio del control monetario a través de instrumentos de mercado, incluidos los repos, y además facilita una gestión más activa de los flujos de efectivo a corto plazo del gobierno (véase el recuadro 3).

Con el fin de garantizar su claridad y de evitar perturbaciones del mercado es importante que las licitaciones vinculadas a las operaciones de mercado abierto (OMA) del banco central tengan lugar en un momento del día distinto de aquél en que se realicen las operaciones del tesoro. También debe haber un entendimiento en cuanto a que el tesoro no hará nada que pueda interpretarse como perjudicial para las OMA, por ejemplo, colocar efectivo en el sector bancario exactamente en el mismo momento en que el banco central trata de drenar efectivo<sup>14</sup>. Las dos instituciones quizá deban cooperar también en el manejo de los flujos excepcionales de pagos e ingresos; por ejemplo, un pago de impuestos inusualmente alto que podría distorsionar el mercado interbancario en momentos en que los bancos recomponen sus balances, podría ser transferido a la CUT en diversos tramos en el transcurso del día.

Con relación al intercambio de información, normalmente se plantean tres requisitos principales:

- El tesoro debe proporcionar previsiones del flujo de caja al banco central para que este los tenga en cuenta en sus propias previsiones de la liquidez del sector bancario.
- El banco central debe mantener informado al tesoro acerca de los flujos y saldos de la CUT, de ser posible en tiempo real, y facilitar la conciliación con el sistema contable administrado por el tesoro.
- Los mecanismos de intercambio de información también deberían cubrir, por ejemplo, los acontecimientos del mercado monetario<sup>15</sup>.

El tesoro tendrá asimismo la responsabilidad de ser “propietario” del banco central, es decir, de manejar la relación corporativa con el banco central, el cual será directamente de propiedad

---

<sup>14</sup>Por ejemplo, la oficina de gestión de deuda del Reino Unido acordó con el Banco de Inglaterra —y lo explicó al mercado— que no mantendría licitaciones semanales de letras o licitaciones ad hoc en momentos en que el Banco de Inglaterra realizara sus operaciones de mercado monetario; ni que la OGD celebraría transacciones de préstamos con un plazo de vencimiento que pudiera percibirse como en competencia con las operaciones de repos estructurados del Banco.

<sup>15</sup>En general, no se debería dar a los encargados de la gestión de caja información sensible para el mercado (por ejemplo, acerca de un banco con dificultades financieras) para evitar que esa información incida en sus propias acciones y en la percepción del mercado acerca de ellas.

del gobierno o bien estará constituido jurídicamente como una forma de sociedad pero que claramente formará parte del sector público. Puede ser necesario mantener conversaciones regulares acerca del desempeño financiero del banco central y especialmente acerca del dividendo que pagará el banco central. A tal fin, deben adoptarse reglas claras y transparentes de forma que los mecanismos sean conocidos por todas las partes involucradas. Además, es importante discutir acerca, por ejemplo, de la forma en que las políticas de sueldos y de personal del banco central deben estar relacionadas con las del gobierno, en caso de que corresponda. Cualquier posible necesidad de recapitalizar el banco central y de compensarlo por el costo de conducir la política monetaria será un tema importante de política que plantea consecuencias presupuestarias. Generalmente, será preferible mantener la separación entre el papel de propietario y las interacciones vinculadas a las políticas de gestión de deuda y caja, o al papel del tesoro como cliente del banco central, posiblemente transfiriendo la función de propietario al ministerio de Hacienda.

### **C. Implicaciones para los bancos comerciales**

La reforma de la gestión de caja modifica en cierta medida la relación del tesoro con el sistema bancario, ya que también impone requisitos a los bancos. Es difícil modernizar los mecanismos de pagos gubernamentales sin bancos que en su ámbito interno estén completamente integrados en forma electrónica y que colectivamente tengan acceso a un sistema automatizado moderno para la compensación y liquidación de pagos<sup>16</sup>. Dicho sistema debería ser un sistema de liquidación bruta en tiempo real (LBTR), o estar vinculado a un sistema tal, que permita una liquidación en tiempo real de bajo riesgo de los pagos de alto valor entre cuentas mantenidas en el banco central. A su vez, dichos mecanismos deben:

- Permitir que los ingresos sean traspasados desde una sucursal de una zona rural periférica a la sede central del banco y a la CUT el mismo día.
- En sistemas de pago distribuidos, posibilitar que se usen cuentas de saldo cero, cuyos saldos sean traspasados a la CUT al final del día (y, de ser necesario, devueltos al día siguiente).
- Permitir el abono en el mismo día de las cuentas bancarias de proveedores o empleados. En el caso de los sistemas centralizados, esto puede hacerse sin necesidad de que haya cuentas transaccionales de intermediarios; pero si todavía se las utiliza, en general se podrá proceder a su compensación con la CUT en el mismo día.
- Eliminar la necesidad de prefinanciar los gastos o de mantener saldos gubernamentales pendientes de liquidación o acreditación (*float*) o de aportar financiamiento inicial (*seed financing*) excepto quizá para atender ineficiencias residuales en la periferia<sup>17</sup>.

El desarrollo de soluciones bancarias integradas (*core banking*) y de un sistema de LBTR es generalmente una prioridad también para el banco central; y en muchos países la modernización

---

<sup>16</sup>Este tipo de sistemas, a los que suele hacerse referencia como core banking, o “core bancario”, permiten que una transacción realizada en cualquier sucursal se refleje en tiempo real en los sistemas centrales de datos y cuentas del banco.

<sup>17</sup>No siempre esto es así aun en un sistema desarrollado totalmente integrado. Quizá se necesite mantener un saldo intradiario pendiente de liquidación (*float*) para garantizar que los bancos tengan la liquidez necesaria para “lubricar” los sistemas de pagos, es decir, para permitirles cumplir todas las obligaciones en tiempo real. Pero cualquier saldo pendiente que haya al comienzo del día deber ser “barrido” al final.

del sistema bancario ha precedido la modernización de la gestión de caja. Sin embargo, cuando el sistema bancario esté rezagado, es importante que el tesoro tome la iniciativa junto con el banco central para trazar un programa de desarrollo, según sea necesario usando regulaciones o incentivos para convencer a los bancos y lograr su adhesión.

Este modelo plantea consecuencias para las finanzas de los bancos. La posibilidad de conservar los ingresos tributarios durante algún tiempo sin pagar intereses antes de remitirlos al gobierno ha sido una fuente tradicional de ingresos en muchos países, extendiéndose comúnmente esos retrasos por un período de hasta dos semanas. Además, al tomar más conciencia el gobierno de la necesidad de repatriar saldos mantenidos por los MDO en un contexto de sistemas de pago distribuidos desaparece otra fuente de utilidades. A cambio de estas concesiones, los bancos quizás hayan estado dispuestos a no cobrar comisiones por sus servicios, pero las dos cosas raramente se compensarán y este subsidio cruzado no permitirá una determinación eficiente de los precios.

Por las razones expuestas, los servicios transaccionales de los bancos deben ser remunerados. El pago de comisiones por la recaudación de ingresos y la efectividad de pagos minoristas, preferiblemente un cargo unitario por cada transacción sobre la base de un contrato formal o acuerdo de nivel de servicio (ANS), implica que no sea necesario compensar a los bancos mediante, por ejemplo, el beneficio que supone retener la recaudación de impuestos o el desembolso de gastos durante un cierto período; en el caso de que tales retrasos existan, deberán reflejar solo limitaciones inherentes a la tecnología.

Las comisiones pagadas no deben ser producto de un simple cálculo de costo más margen, ni determinarse simplemente según el cuadro tarifario general. Es necesario un proceso competitivo, que se repita a intervalos de tres a cinco años, en el que el gobierno solicite ofertas en función de normas mínimas estandarizadas. El gobierno siempre será un cliente importante, lo cual le confiere una fortaleza competitiva. Pero también, puede tener enfrente un sistema bancario proclive a la colusión, o quizá haya un único banco grande que tenga sucursales en todo el país. La competencia por lo tanto, tiene que organizarse creativamente y puede ser que se divida el negocio entre más de un banco. En la práctica, los gobiernos en muchos casos se han visto gratamente sorprendidos por los resultados de un proceso competitivo, ya que los bancos están vivamente interesados en participar en el negocio: por ejemplo, el manejo del pago de sueldos de los funcionarios públicos les puede dar acceso a un gran número de clientes de clase media a quienes les pueden vender otros servicios bancarios. Ha habido casos en Asia donde, tras un proceso competitivo, el gobierno apenas paga prácticamente nada por los servicios ofrecidos, e incluso recibe un beneficio; también lo demuestran, en el caso de Brasil, las subastas para administrar las cuentas de sueldos de los empleados públicos en algunos estados.

En un contexto de mecanismos de pago distribuidos, la negociación con los bancos puede quedar a cargo de cada MDO. Australia es un ejemplo de ello, aunque el tesoro puede insistir en imponer algunos requisitos centrales, como la exigencia de una transferencia de los saldos al final del día. Aun cuando haya un contrato a nivel central, generalmente habrá algunos mecanismos que permitan a los MDO negociar requisitos concretos.

El pago de los servicios hace más transparente el costo bancario. Pero un corolario de ello es que las comisiones pagadas deben incluirse expresamente en el presupuesto; el costo implícito ya no quedará perdido en la partida de intereses netos de la deuda (aunque los intereses ahorrados generalmente compensaran las comisiones pagadas).

Los mismos principios rigen para los servicios suministrados por el banco central, analizados en mayor profundidad más adelante. También puede ser necesario mantener tratativas con el banco central, por ejemplo acerca de los servicios normales que el gobierno requiere del banco, para garantizar que sean coherentes con las reformas más generales del sector bancario.

Al desarrollarse una gestión activa de caja, la relación entre los encargados de llevar a cabo esa tarea en el ámbito del tesoro y los bancos adquirirá una nueva dimensión. Puede ser que los bancos ya sean el principal comprador de letras del Tesoro, pero el uso más flexible de estos instrumentos pondrá más peso en los mecanismos de consultas. A medida que los responsables de la gestión de caja comiencen a usar repos u otros instrumentos del mercado monetario, será necesario establecer una relación contractual directa con los bancos (y demás contrapartes), generalmente sobre la base de un parámetro de mercado<sup>18</sup>. El precio de las transacciones debe ser fijado por el mercado, sea que las compras y ventas se realicen mediante subastas, licitaciones u operaciones extrabursátiles o a través de su negociación en bolsa.

## **IV. Algunos desafíos de política en la relación entre el tesoro y el banco central**

### **D. Letras del Tesoro y letras del banco central**

Aunque las necesidades de gestión de caja y de política monetaria normalmente coinciden, pueden surgir tensiones entre ambas tareas. Esas tensiones surgen especialmente cuando el banco central no cuenta con medios (es decir, garantías) suficientes para absorber el excedente de liquidez interna mediante operaciones de repo; la liquidez podría ser generada por la afluencia de divisas, si bien existen otros mecanismos. La necesidad de absorber liquidez en el sistema bancario a menudo lleva al banco central a emitir sus propias letras.

El uso de instrumentos diferentes pero similares para fines de gestión de política monetaria y de caja crea el riesgo de una posible fragmentación del mercado y la pérdida de los beneficios generados por un mercado más grande y más líquido de letras del Tesoro. Básicamente, la misma demanda se distribuye entre dos tipos de instrumentos, por lo cual es probable que el volumen de cada emisión sea menor del que podría ser, lo que suele reducir la liquidez.

Hay distintas maneras de mitigar el problema de la fragmentación de los mercados<sup>19</sup>. El banco central y el tesoro pueden acordar que emitirán títulos con diferentes plazos de vencimiento: por

---

<sup>18</sup>Dos asociaciones de operadores de mercados financieros, la Securities Industry and Financial Markets Association y la International Capital Markets Association, han desarrollado de manera conjunta un acuerdo marco para operaciones de recompra (Global Master Repurchase Agreement), que es ampliamente utilizado en el ámbito internacional, aunque puede incluir un anexo para cubrir las circunstancias específicas del mercado de que se trate.

<sup>19</sup>Véase un análisis más completo en Williams (2010). Los beneficios para el desarrollo del mercado monetario, y potencialmente también para el banco central, de utilizar letras del Tesoro también son analizados en Nyawata (2012).



ejemplo, el banco central emitirá letras a dos semanas o menos y el tesoro emitirá las suyas a tres meses o más. Aunque esta alternativa reduce el problema, quizá no lo elimine. Otra estrategia consiste en que el tesoro financie en exceso sus necesidades de endeudamiento, emitiendo más letras o bonos del Tesoro, depositando el excedente de efectivo en una cuenta esterilizada en el banco central y permitiendo que este ejerza la política monetaria mediante transacciones en repos o de compraventa directa de títulos del gobierno en el mercado secundario. Este método ha sido utilizado en México y Singapur.

En una estrategia más adaptada a las circunstancias específicas, el tesoro puede vender letras adicionales a solicitud del banco central, como un agregado a la subasta normal, pero a la vez esterilizar el producto manteniéndolo en una cuenta separada en el banco central, remunerado a la tasa de descuento fijada en la subasta de letras. El tesoro no puede girar contra los fondos de esa cuenta, que se utilizarán para rescatar las letras correspondientes. Este mecanismo, y los montos involucrados en cada subasta, debe ser explicado al mercado.

Estos mecanismos focalizados requieren que exista confianza entre el tesoro y el banco central. En particular, se basan en la disposición del tesoro a aceptar siempre un pedido del banco central para emitir letras adicionales por motivos de política monetaria. También pueden surgir dificultades cuando los requerimientos de endeudamiento del banco central son mucho mayores que los del tesoro. En tales casos, el banco central quizá desee tener más control sobre los plazos de vencimiento o la ejecución de las subastas, en lugar de aceptar un simple agregado a las emisiones planificadas por el tesoro. En algunos países (por ejemplo, como fue el caso de Nueva Zelandia en el pasado), el banco central puede emitir letras del Tesoro según su propio criterio, traspasándose el producto recaudado directamente a la cuenta del gobierno. Pero esto debe hacerse dentro de un marco convenido con el tesoro y, también en ese caso, en forma transparente para el mercado.

Otra dificultad que se plantea es la manera en que debe compartirse el costo. En primer lugar el costo de las operaciones de mercado abierto recae en el banco central, como parte del costo de ejecutar sus operaciones de política monetaria. Al pagar intereses sobre la cuenta esterilizada del tesoro a la misma tasa de interés que la concertada en la subasta, el tesoro no resulta afectado, y el banco central tendrá que pagar en términos generales la misma tasa que habría debido pagar si hubiera emitido letras propias. Lo que ejerce presión sobre el banco central es la necesidad de drenar efectivo, algo que es más caro comparado con prestar al mercado para aliviar una escasez de efectivo que genera interés. Algunos países han desarrollado mecanismos para rembolsar a los bancos centrales el costo de la política monetaria, ya sea directamente o renunciando a recibir un dividendo. Siendo cierto que los mecanismos de liquidez están dirigidos por el crédito del gobierno, el ministerio de Hacienda debe estar preparado para pagar por los costos derivados de dicha esterilización. Pero cabría argumentar que el hecho de no pagar intereses sobre una cuenta esterilizada es un mecanismo algo rudimentario, dado que la transferencia depende de otros acontecimientos del mercado monetario y también puede socavar la disposición del tesoro a utilizar ese mecanismo. En el largo plazo, si el banco central tiene un déficit crónico, debe ser recapitalizado con fondos del presupuesto o con títulos públicos de largo plazo que el gobierno le emita.

## E. La CUT fuera del banco central

En algunos países, particularmente en América Latina, los saldos del gobierno se mantienen parcial o totalmente fuera del banco central, en un banco comercial de propiedad del gobierno. Dicho banco puede cumplir la función de concentración de fondos propia de la CUT y contribuir a proteger al banco central de las fluctuaciones de la posición de tesorería gubernamental (aunque en la práctica el efecto de la fluctuación diaria puede ser transmitido al mercado o al banco central a través de las transacciones del banco intermediario<sup>20</sup>).

Sin embargo, la adopción de este modelo requiere unas consideraciones:

- Un claro acuerdo entre los organismos que le confiera al tesoro el control inequívoco sobre todos los saldos del gobierno, respaldado por un flujo de información detallado y en tiempo acerca de dichos saldos.
- Buena coordinación e información compartida.
- Valoración del riesgo de mercado del banco, reduciendo la exposición potencial del gobierno al riesgo crediticio y moral.
- Transparencia financiera y de costos, cubriendo los costos y las actividades desarrolladas en nombre del gobierno.

Los requisitos impuestos por el gobierno al modelo de negocios del banco intermediario también pueden restarle capacidad a la hora de competir con bancos más convencionales. El banco quizá sea ahora excesivamente dependiente de los depósitos del gobierno o de los retrasos en liquidar la recaudación de ingresos para financiar su negocio y esté ya experimentando dificultades financieras, posiblemente por la necesidad de cumplir con las obligaciones sociales impuestas por el gobierno. Por otra parte, el hecho de que el banco disponga de información privilegiada acerca de las operaciones del gobierno también puede afectar la competencia.

Este modelo no puede desarmarse de un día para el otro. Si el retiro de los saldos excedentes es demasiado rápido, el balance del banco puede tener que contraerse significativamente no obstante el pago de cargos por transacciones. Esto puede requerir un retiro gradual de los saldos para darle al banco comercial de propiedad del gobierno cierto margen para ajustarse a la nueva situación<sup>21</sup>. El gobierno puede naturalmente optar por seguir usando el banco para realizar transacciones, particularmente si es el único con presencia en pequeñas ciudades y zonas rurales. Eso a su vez podría limitar su posibilidad de mantener una competencia irrestricta, pero con el tiempo es importante eliminar los subsidios cruzados internos, y si existen obligaciones sociales, estas deben ser subsidiadas de manera más transparente.

---

<sup>20</sup>En Perú, el banco central no permite al Banco de la Nación usar el mercado interbancario, de modo de impedir que un excedente o déficit de caja del gobierno tenga un impacto en la tasa interbancaria de un día para el otro.

<sup>21</sup>Algunos países, sin embargo, están logrando avances. En Perú, solo se deja un pequeño saldo al final del día en la cuenta que el gobierno posee en el Banco de la Nación, liquidándose los saldos de caja positivos o negativos con la cuenta principal del gobierno en el banco central. En Chile, el gobierno ahora coloca sus excedentes de caja a corto plazo entre una variedad más amplia de inversiones en el mercado interno, que pueden incluir depósitos a plazo en el banco central, en lugar de dejar todos esos excedentes en el Banco del Estado. Se debe dar aviso al banco central respecto de cualquier movimiento excepcional de saldos de gran cuantía desde un banco comercial al banco central para permitirle tomar en cuenta el impacto en la liquidez; el banco central quizá también prefiera que el proceso se realice por etapas.

#### **Recuadro 4. Pago de intereses por la CUT: Algunas experiencias internacionales**

El pago de intereses por el banco central es relativamente inusual entre los países de África subsahariana, donde a menudo existen restricciones legislativas (Sudáfrica y Etiopía son excepciones a esta generalización). Así ha ocurrido en el pasado en América Latina, aunque se paga interés por los saldos en Perú y en México, y Chile ahora gana una tasa de mercado por la mayor parte de sus saldos de efectivo.

Las tasas de referencia utilizadas varían: incluyen la tasa disponible para los depósitos no bancarios mantenidos en los bancos comerciales (Perú, Belarús, China) o para los depósitos interbancarios (México); la tasa recibida por las licitaciones recientes de letras del Tesoro o instrumentos afines (Italia, Sudáfrica, Canadá); la tasa de los activos de contrapartida mantenidos por el banco central (Brasil, Trinidad y Tabago, los países de la Unión Monetaria del Caribe Oriental); o tasas vinculadas a las tasas de política monetaria, o las bandas respectivas, del banco central (es el caso de varios países de la zona del euro, aunque pueden pagarse tasas diferentes según sea que los saldos superen los niveles fijados como meta; algunos otros países siguen un esquema similar en función del tamaño, por ejemplo, Mauricio). Hay otros ejemplos en los cuales se pagan intereses pero a tasas inferiores a las de mercado (Filipinas, Macedonia y Vietnam), aunque las tasas de interés internacionales actualmente bajas a menudo hacen que el diferencial sea despreciable. El uso de la tasa sobre los activos de contrapartida cuando los saldos son cuantiosos contribuye a proteger el balance del banco central, si bien en ese caso estaría actuando en carácter de agente y el tesoro debe intervenir en la identificación de los activos. Cabe formular la misma afirmación general respecto de aquellos fondos soberanos de inversión o de estabilización mantenidos en los balances de los bancos centrales (por ejemplo, en Botswana y Perú). En Brasil, los activos de contrapartida reflejan el saldo de la deuda en el mercado, lo que da a la autoridad monetaria una serie de instrumentos para utilizar como garantía y remunerar a la tesorería a una tasa que refleje el costo total de la deuda.

Muchos bancos centrales que no pagan tasas de interés de mercado sobre la cuenta corriente principal de la CUT están dispuestos a hacerlo en el caso de los depósitos a plazo.

#### **F. Remuneración de los depósitos del tesoro por el banco central**

Es necesario que haya un acuerdo respecto de las tasas de interés pagadas por el saldo de la CUT y cualquier otro depósito que el gobierno mantenga en el banco central.

Es una buena práctica pagar una tasa de interés acorde con el mercado:

- Mejora la transparencia y evita el subsidio cruzado implícito que suponen las tasas administradas.
- Elimina el incentivo para que el tesoro adopte decisiones económicamente inapropiadas en cuanto a sus saldos, como la colocación de fondos en bancos comerciales de baja calificación crediticia.

Tal como se recalcó antes, un corolario es que, en interés de la transparencia y los incentivos financieros correctos, el tesoro debería pagar comisiones según las transacciones realizadas. El principal beneficio de tales acuerdos recíprocos entre el tesoro y el banco central es que se evita una posible distorsión de las decisiones que deba tomar el tesoro acerca de la mejor manera de

invertir sus excedentes de efectivo. Por ejemplo, si el banco central no remunera los depósitos de la CUT, el tesoro y los MDO quizá opten por invertir esos superávits de caja en bancos comerciales aun sin evaluar adecuadamente el riesgo.

No siempre es fácil avanzar completamente en esa dirección. Puede haber restricciones legislativas o presiones sobre el balance del banco central. En el corto plazo quizá resulte conveniente que el tesoro se abstenga de recibir intereses sobre una parte de sus saldos (quizá aquella que esté por debajo de un nivel mínimo, de modo que sigan aplicándose los incentivos correctos respecto de los saldos que superen ese umbral).

Las prácticas internacionales varían. El banco central paga intereses en un número proporcionalmente mayor de países desarrollados que de países de mercados emergentes o de bajo ingreso<sup>22</sup>. En el recuadro 4 se citan algunos ejemplos: buena práctica sería la tasa de mercado a un día o la tasa de la política del banco central.

## **G. Otros temas**

En los países con mercados monetarios menos desarrollados las restricciones a la gestión de la liquidez pueden llevar a que la CUT mantenida en el banco central registre una situación de descubierto. Las limitaciones al uso del descubierto deben ser definidas y el tesoro debe dar un preaviso razonable al banco central de cualquier utilización de la cuenta a tal efecto. El pago de una tasa de interés de mercado debe actuar como un incentivo negativo que desaliente el uso de descubiertos. Todo descubierto debe ser utilizado solo para tomar préstamos a muy corto plazo y en cualquier caso debe ser reembolsado antes del final del ejercicio fiscal.

Los países que tienen un superávit de caja estructural, por ejemplo, el proveniente de los recursos naturales, pueden mantenerlo en el banco central pero fuera de la CUT en alguna forma de fondo soberano de inversión. Las reglas para crear y operar estas cuentas deben ser definidas claramente, en particular las relativas a los derechos del tesoro como propietario de los recursos, aun cuando en la práctica la gestión de la cuenta sea provista por el banco central. Deben definirse mecanismos transparentes de gestión de gobierno, como en lo concerniente a las inversiones y la presentación de informes.

## **V. Estructuras de coordinación**

Tal como se señaló anteriormente, la coordinación entre el tesoro y el banco central debe abarcar aspectos tanto de política como operacionales. Respecto de las políticas, es importante garantizar la coherencia de las políticas fiscal y monetaria, lo que implica una coordinación de alto nivel. Respecto de las operaciones, los principales aspectos se refieren a la operación de la CUT, la emisión de bonos y letras y el desarrollo del mercado.

La relación tiene lugar a diferentes niveles, según la naturaleza de los temas que se aborden. Es conveniente distinguir entre:

---

<sup>22</sup>Hay algunas importantes excepciones, como el caso de Estados Unidos, aunque el interés de mercado se paga por los ingresos recaudados que se mantienen en cuentas de impuestos y préstamos del Tesoro.

- Las reuniones a nivel del Ministro/Gobernador, que pueden tener su paralelo en reuniones entre altos funcionarios del ministerio y del banco central.
- Comités permanentes, por ejemplo, un Comité de Deuda Pública; y Comités de Liquidez o de Coordinación de Tesorería.
- Grupos técnicos de trabajo.
- Interacción operativa cotidiana.

La relación general entre el banco central y el tesoro debe ser clarificada a un alto nivel. Esto a su vez dependerá de las respectivas funciones y responsabilidades. Pueden estar definidas en la legislación o, en el otro extremo, en un simple intercambio de notas. Pero hay dos clases de temas que deben abordarse a un nivel jerárquico superior:

- Cómo garantizar la coherencia de las políticas, según lo analizado anteriormente. Eso exige algún mecanismo formal. Podría hacerse a través de un comité de política monetaria en el cual esté representado el Ministerio de Hacienda<sup>23</sup>, o mediante algún otro mecanismo como un Comité de Deuda Pública (CDP). El CDP puede ser presidido por un ministro o alto funcionario; considera la estrategia de gestión de deuda (y de caja), integrando el análisis de gestión de activos y pasivos del balance del gobierno en un marco macroeconómico más amplio, y luego delega la ejecución de la estrategia y hace un seguimiento de su logro. Un comité de ese tipo puede garantizar que se consulte con todos los intereses y grupos de expertos pertinentes —equipos macroeconómicos y fiscales del ministerio de Hacienda y el banco central— y se acuerde la estrategia<sup>24</sup>. Al mismo tiempo, ayuda a reforzar la independencia operativa de las funciones de gestión de deuda y de gestión de caja, al reducir el riesgo de que otras funciones planteen cuestionamientos a posteriori o traten de intervenir en las decisiones operativas una vez definida la estrategia.
- Estas estructuras formales deben estar respaldadas por mecanismos para resolver los conflictos de políticas u otros malentendidos que amenacen con restar eficacia a cualquiera de las dos instituciones. Tales temas podrían agregarse, según sea necesario, al orden del día de las reuniones habituales —que tienen lugar en la mayoría de los países con distintos grados de formalidad— entre el Gobernador del banco central y el ministro de Hacienda. La finalidad de tales mecanismos no es solo atender los problemas a medida que surjan. Puede haber ámbitos de coordinación que sea necesario explorar, como por ejemplo la posibilidad de compartir la inversión en tecnología informática en nuevas bases de datos, para lo cual el estímulo a alto nivel contribuiría a garantizar que se avance en la coordinación a nivel operativo.

<sup>23</sup>En el Reino Unido, el Tesoro tiene un representante en carácter de observador en el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra. Ese representante no interviene en la fijación de las tasas de interés; pero este mecanismo brinda al Tesoro una oportunidad de exponer sus ideas más recientes en materia de política fiscal y de gestión de la deuda, y al Banco le da de ofrecer sus comentarios. Además, los objetivos de la OGD del Reino Unido contemplan su congruencia con los que persigue la política monetaria.

<sup>24</sup>Al definirse la estrategia es preciso analizar los riesgos inherentes al balance agregado del gobierno, tanto el activo como el pasivo. Esta tarea incluye tomar en cuenta el tamaño y la composición de las reservas en moneda extranjera. Análogamente, se deben considerar los objetivos de inversión respecto de las reservas —en especial la liquidez, la seguridad y el rendimiento— en el contexto de los objetivos estratégicos para otros componentes del balance del gobierno, incluida la cartera de deuda. Al CDP le cabe un papel importante en cuanto a garantizar un análisis exhaustivo de la gestión de activos y pasivos y a desarrollar políticas en ese contexto.

### Recuadro 5. Comité Coordinador de Tesorería

#### Miembros

- Titular del Tesoro (presidente).
- Titular de la Oficina de Gestión de Deuda (OGD) (si no estuviera integrada con el tesoro).
- Titular de la Dirección Fiscal y/o de Presupuesto.
- Representante del banco central.
- Según se requiera: representantes de la administración de ingresos públicos, aduanas y /o representantes de los principales ministerios de línea.
- Secretario: del tesoro o de la Oficina de Gestión de Deuda.
- Otras unidades según sea necesario.

#### Responsabilidades

- Revisar los resultados del flujo de caja y la comparación con las previsiones.
- Revisar las previsiones de flujo de caja para el período siguiente.
- Decidir las medidas necesarias para asegurar la suficiencia de los saldos de caja durante el período siguiente, o usar los superávits de la forma más eficaz posible.
- Formular recomendaciones y/o cursar las consiguientes instrucciones a la función de “*front office*”, fijando parámetros, según sea necesario, para la delegación de facultades.

- Estos mecanismos pueden guiar importantes decisiones excepcionales. Un ejemplo es una recapitalización del banco central, que debe abordar la forma de remuneración. Si los títulos se utilizan, como suele ser el caso, deben ser negociables, y el perfil de vencimiento ajustado, para tener en cuenta los requisitos de garantía del banco central, el perfil propio del gobierno de refinanciación, y la naturaleza de la demanda del mercado en el caso de que sean vendidos.

La interacción operativa puede estar contemplada en alguna forma de protocolo, términos de referencia o memorándum de entendimiento. En el documento se expondrían los temas relevantes y la ruta de consultas, como por ejemplo lo siguiente:

- El programa conjunto para el desarrollo del mercado monetario.
- La forma en que el banco central deberá dar a conocer su visión sobre las opiniones del mercado y los inversionistas acerca del programa de gestión de deuda y de caja para el período siguiente (aunque esto podría ser cubierto por el CDP).
- Las propias opiniones del banco central sobre las nuevas operaciones de gestión de caja que podrían tener consecuencias para la liquidez.
- Las políticas y operaciones para la emisión de letras dada la necesidad de una estrategia convenida para el desarrollo de un mercado para dichos instrumentos y las respectivas funciones de las letras del banco central y las letras del tesoro.

- En algunos países el banco central y el ministerio de Hacienda acuerdan una lista común de operadores primarios o contrapartes de las subastas, aunque es más común que eso se deje a cargo de cada institución<sup>25</sup>.
- El pago de intereses por los saldos que el gobierno mantiene en el banco central. Esto tiene que ser acordado al formularse las políticas, pero también debe determinarse la base de interés, el vencimiento, los casos análogos del mercado, etc.
- Los mecanismos para el intercambio de información acerca de las previsiones de flujo de caja, y las correspondientes responsabilidades y frecuencia.
- El mecanismo de comunicación y los temas cubiertos (por ejemplo, el cronograma de subastas previsto).
- Los factores determinantes de, por ejemplo, el momento del día o de la semana en que se realizarán las subastas o licitaciones respectivas y los correspondientes anuncios al mercado, así como cualquier advertencia previa.
- En los países en los que el tesoro es capaz de solicitar préstamos del banco central, los acuerdos respecto a los límites (sumas, vencimientos, posibilidad de refinanciación, etc.) de tales empréstitos también deben ser incluidos en protocolos claros.

El Ministerio de Hacienda y el Banco Central de Islandia han publicado un “acuerdo” en el que se establecen las funciones del banco central como agente fiscal y encargado de la gestión de la deuda<sup>26</sup>. No cubre en detalle todos los temas anteriores, pero abarca en forma amplia la gestión de los títulos públicos internos, la gestión de la deuda externa, los avales y refinanciación del Estado, la divulgación de información, la gestión de riesgo y de liquidez y los acuerdos de consulta entre el ministerio y el banco. Aunque no hay un acuerdo publicado sobre el nivel de servicios, el pago de los servicios a nivel agregado está especificado en el acuerdo.

En la práctica, los temas enumerados puede ser incluidos en más de un protocolo. A menudo habrá protocolos separados, ya que las decisiones de política específicas han sido codificadas. Los mecanismos para administrar las subastas suelen ser preparados en forma independiente, así como las directrices o regulaciones publicadas. En Perú hay un memorándum detallado (bajo la forma de una resolución ministerial) que establece los términos y condiciones, y los procedimientos aplicables a los depósitos del tesoro en el banco central (aunque no cubre la tasa que se pagará por los depósitos en moneda nacional, la cual es establecida en forma separada por el banco central).

Varios países han encontrado que es conveniente establecer alguna forma de comité de coordinación de tesorería (CCT) o comité de liquidez que podría reunirse periódicamente (en forma semanal o mensual) para considerar los requerimientos de gestión de caja y la consiguiente actividad para el período inmediato siguiente. Un ejemplo típico es el descrito en el recuadro 5. El CCT podría ser el mecanismo para intercambiar previsiones relativas al flujo de caja con el banco central, así como para revisar las operaciones de gestión de caja para el período por delante. Quizá sea necesario crear por separado comités técnicos para atender temas concretos determinados, como por ejemplo la introducción de un nuevo instrumento.

<sup>25</sup>En Brasil están de acuerdo en un conjunto de criterios comunes, aunque el Tesoro determina quien participa en las subastas.

<sup>26</sup>Véase [http://eng.fjarmalaraduneyti.is/media/finances/Agreement\\_between\\_MoF\\_and\\_CBoI.pdf](http://eng.fjarmalaraduneyti.is/media/finances/Agreement_between_MoF_and_CBoI.pdf)

## VI. Acuerdos de nivel de servicios

El banco central suministrará al tesoro una serie de servicios. El más importante será el de servir como banco del gobierno, aunque también prestará algunos servicios que se enmarcan dentro del rubro general de gestión de deuda y de caja. Estos últimos pueden incluir la función de agente fiscal, de liquidación, registro o pago. Al mismo tiempo, el tesoro prestará servicios al banco central, algunos de los cuales ya han sido mencionados, especialmente las previsiones del flujo de efectivo.

Aunque la naturaleza general de los servicios puede ser definida en un memorándum de entendimiento, cuando haya un servicio identificable de carácter contractual se lo debe consignar expresamente. Quizá no sea necesario que haya un contrato propiamente dicho entre dos organismos que de hecho cuentan con garantía del gobierno central, pero es útil que exista alguna forma de “acuerdo de nivel de servicio” (ANS) para plasmar las expectativas de ambas partes.

El ANS podría cubrir los siguientes temas:

- La notificación que ambas partes deben dar respecto de cualquier cambio inminente en la modalidad o el calendario de las subastas.
- El tiempo en el cual el banco central completará el trámite de cualquier transacción relevante, como agente fiscal o de liquidación.
- Detalles de los flujos de información en ambos sentidos, así como los tiempos previstos, por ejemplo en cuanto a las previsiones de flujo de caja o las transacciones a través de la CUT.
- Específicamente en su función como banco del gobierno, el detalle suministrado por el banco central de los movimientos realizados a través de la CUT durante el día (o cualquier otra forma que brinde al tesoro cierta visión de los mismos) y la cobertura del estado de cuenta formal presentado al final del día acerca de los saldos de apertura y de cierre, y las transacciones realizadas.
- La base de cálculo de las comisiones o cargos pagados por los servicios. Esto podría incluir cláusulas de compensación por cualquier incumplimiento del nivel de servicio convenido.
- Detalles de la tasa de interés que se pagará sobre las cuentas del gobierno, incluido el uso de cualquier tasa de referencia y las circunstancias en las que esta podría ser modificada.
- Intercambio de información relativa al riesgo. Cada vez más en el sector de servicios financieros se exige que un proveedor significativo de servicios presente a su mandante pruebas de auditoría externa que indiquen que su sistema de control interno es apropiado y suficiente. Si no fuera posible, debe estudiarse la posibilidad de recurrir a algún mecanismo análogo en el caso del banco central.
- La atención de cualquier problema de continuidad de las operaciones.
- Los mecanismos para resolver disputas, para analizar el desempeño del banco central conforme al ANS y para la futura revisión o renegociación del ANS.

Algunas de las ANS se publican. En Francia, el organismo responsable de la gestión de deuda y de caja (Agence France Trésor) ha publicado detalles de su acuerdo con el banco central con respecto a la CUT<sup>27</sup>. El acuerdo especifica los instrumentos utilizados por el banco para garan-

---

<sup>27</sup>Véase [http://www.aft.gouv.fr/article\\_787.html](http://www.aft.gouv.fr/article_787.html)



tizar que el gobierno francés pueda hacer un seguimiento en tiempo real de las transacciones de su cuenta, y emplear esa visibilidad para reducir el saldo promedio no utilizado de la cuenta. Además de los detalles sobre flujos de información y plazos de ejecución, especifica la disponibilidad de servicios, cubriendo asimismo los incidentes técnicos y la implementación de procedimientos de respaldo. También prevé una compensación por las oportunidades de inversión perdidas en el caso de que el banco central no pueda cumplir con sus compromisos contractuales. En Rumanía, el Ministerio de Finanzas Públicas tiene una extensa ANS con el banco central. Cubre las operaciones de CUT (tanto en la moneda nacional como externa, incluyendo los intereses pagados), las funciones del banco como agente fiscal, registrador de bonos del gobierno y agente de acuerdos y pagos, y la participación del Ministerio en los sistemas de pago. Configura los derechos y obligaciones de ambas partes, incluyendo aquellos relacionados con la gestión de riesgos operacionales y lista detalladamente las comisiones basadas en transacciones.

Los mecanismos establecidos con los bancos transaccionales normalmente deberían estar cubiertos por un contrato más convencional.

## VII. Conclusión

El desarrollo de una función de gestión de caja moderna podría afectar las operaciones, las finanzas y los balances del gobierno, el banco central y los bancos comerciales. Las consecuencias y el manejo de estos efectos dependen de la relación más amplia entre el ministerio de Hacienda y el banco central, de las estructuras de gestión de gobierno y de las condiciones monetarias previas:

- Las reformas generalmente determinarán un traspaso de recursos de caja del gobierno desde el sector bancario al banco central. Esta reducción de los saldos ociosos beneficia al Tesoro pero supone un costo para los bancos comerciales.
- Puede haber un costo para el banco central si, como debería, paga intereses por los saldos del tesoro. Al mismo tiempo, el drenaje de efectivo del sistema bancario podría respaldar, en la mayor parte de los casos, las operaciones de política monetaria del banco central.
- El hecho de que el tesoro incremente su capacidad de gestionar la caja de manera más activa supone beneficios tanto para el gobierno como para las operaciones de política monetaria del banco central, generados al reducirse las fluctuaciones de los saldos del gobierno en la CUT.
- Las reformas estructurales dirigidas a eliminar los subsidios cruzados y mejorar la transparencia, como el establecimiento de comisiones por transacciones, pueden tener más efectos, aunque estos podrían ser de un signo o del otro. Puede haber un problema de presentación, dado que por primera vez los pagos, o pagos implícitos, del gobierno se exponen de manera más transparente a través del presupuesto.

La transición planteará problemas que habrá que atender. El banco central debe aceptar un cambio de funciones y responsabilidades, y cualquier desplazamiento excepcional de los flujos financieros deberá realizarse en forma gradual si de lo contrario pudiera complicar las operaciones de política monetaria. Será necesario monitorear las consecuencias que el proceso entraña para los balances.

La relación institucional entre el tesoro y el banco central debe ser estructurada a distintos niveles. Habrá puntos en discusión, como por ejemplo en relación con dónde deben recaer los riesgos de mercado o de liquidez, con los respectivos requerimientos operacionales, y con la mejor manera de cubrir los costos de intereses o de las transacciones. Al mismo tiempo, existe un considerable margen, y la necesidad de que haya cooperación operativa e intereses comunes en materia de políticas, como en lo concerniente a la creación de un mercado monetario eficiente. Será necesario establecer memorandos de entendimiento. Los servicios prestados por el banco central al tesoro deben estar contemplados en un acuerdo de nivel de servicio. Ninguna de estas medidas deberá atentar contra la independencia del banco central en relación con la política monetaria.

## Referencias

- Banco Mundial, 2007, “*Developing the Domestic Government Debt Market: from Diagnostics to Reform Implementation*”. Disponible en Internet: [http://publications.worldbank.org/index.php?main\\_page=product\\_info&cPath=0&products\\_id=22542](http://publications.worldbank.org/index.php?main_page=product_info&cPath=0&products_id=22542)
- Blommestein, Hans, y Turner, Philip, 2010 “*Interactions between Sovereign Debt Management and Monetary Policy under Fiscal Dominance and Financial Instability*”. Disponible en Internet en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1964627>
- Lienert, Ian, 2009, “*Modernización de la gestión de caja*” (Notas Técnicas y Manuales del FMI). Disponible en Internet: <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/tnm/2009/tnm0903s.pdf>
- Nyawata, Obert, 2012, “*Treasury Bills and/or Central Bank Bills for Absorbing Surplus Liquidity: The Main Considerations*” (IMF Working Paper WP/12/40). Disponible en Internet en: <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=25697.0>
- Nunes, Selene Peres Peres y Nunes, Ricardo, 1999, “*Relacionamento entre Tesouro Nacional e Banco Central: aspectos de coordenação entre política fiscal e monetária no Brasil*”, Brasilia: ESAF, 41 p. Disponible en Internet: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/Premio\\_TN/ivpremio/divida/2afdpIVPTN/NUNES\\_Selene\\_NUNES\\_Ricardo.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/Premio_TN/ivpremio/divida/2afdpIVPTN/NUNES_Selene_NUNES_Ricardo.pdf)
- Pattanayak, Sailendra, y Fainboim, Israel, 2011, “*La Cuenta Única de Tesorería: Una herramienta esencial para la gestión de tesorería del gobierno*” (Notas Técnicas y Manuales del FMI). Disponible en Internet en: <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/tnm/2011/tnm1104s.pdf>
- Togo, Eriko, 2007, “*Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: an Analytical Framework*” (Banco Mundial, Policy Research Working Paper 4369). Disponible en Internet: [http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSPIB/2007/09/28/000158349\\_20070928133057/Rendered/PDF/WPS4369.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSPIB/2007/09/28/000158349_20070928133057/Rendered/PDF/WPS4369.pdf)
- Turner, Philip, 2011 “*Fiscal Dominance and the Long-Term Interest Rate*” (London School of Economics, Financial Markets Group, Special Paper Series 199). Disponible en Internet: <http://www2.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/specialPapers/SP199.pdf>
- Williams, Mike, 2010 “*Government Cash Management: Its Interaction with Other Financial Policies*” (Notas Técnicas y Manuales del FMI). Disponible en Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2010/tnm1013.pdf>

**TNM/12/02 (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