

# ALGUNAS FUNCIONES DEL BONO DE LA TESORERIA

Por el Lic. FRANCISCO ROSTRO

*En virtud del anuncio hecho por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, en relación con el inicio de la emisión de bonos de tesorería (y por la importancia de tal disposición), se publica este artículo, en el que se hace una descripción amplia, acuciosa y acertada de la forma en que se emiten y negocian, del medio en que circulan, de los instrumentos que se manejan y de las ventajas y limitaciones de una política monetaria relacionada con ellos.*

## FUNCIONES PRINCIPALES

### *Recurso Gubernamental*

EL bono de la tesorería se originó como un medio de obtención de fondos por parte del Estado. A través de él se puede recabar numerario para cubrir obligaciones oficiales corrientes. Se pueden así efectuar pagos que de otra manera se retrasarían en detrimento de los acreedores. Con ello, en última instancia un acreedor sustituye a otro. La ventaja reside en que el nuevo acreedor lo es por propia voluntad.

En México el gobierno tiene fama de ser un deudor moroso. Lo ha sido porque con frecuencia la corriente de ingresos sufre retrasos con respecto al calendario de obligaciones. Es de esperarse que con la operación del bono de tesorería, el principal beneficiado sea el acreedor del gobierno; es decir, la empresa privada o el particular que le vende bienes o le presta servicios. Desde otro punto de vista, el gobierno deberá en lo sucesivo pagar intereses moratorios pues, existiendo los bonos de tesorería, lo menos que puede hacer para liquidar oportunamente sus deudas es pagar con esos títulos y abonar el interés correspondiente.

El mecanismo financiero del bono consiste en llevar medios de pago de sectores o individuos que pueden prescindir temporalmente de ellos, a otros que se encuentran urgidos de obtenerlos. Tales medios de pago encuentran así una aplicación productiva.

### *Disponibilidad Bancaria*

El bono de tesorería es el título de crédito más seguro y líquido. En agilidad de circulación no se le pueden comparar documentos como las letras comerciales ni siquiera los giros bancarios. Por esta razón, es un documento muy apetecido por los bancos privados, especialmente por los de depósito. En la lista de disponibilidades de un banco, el bono de tesorería se sitúa inmediatamente después del efectivo, en orden de liquidez. Virtualmente el bono es un billete que produce interés, ya que resulta muy fácil de negociar en cualquier momento.

En algunos países cuyo mercado de dinero se encuentra desarrollado, los bancos constituyen en estos bonos una reserva de segunda línea después del efectivo. Cuentan así con un buen recurso en previsión de que puedan llegar a requerir efectivo por encima de sus reservas reglamentarias.

### *Arma del Banco Central*

Las acciones del banco central en el mercado abierto se libran con fuego granado de bonos de la tesorería. Para que estas acciones se desenvuelvan,

se requiere que se reúnan dos condiciones: a) avidez del público por los bonos de la tesorería y b) mantenimiento en poder del *bancum bancorum* de una buena dotación de estos dispositivos. Así, en caso de que las autoridades monetarias decidan recoger dinero circulante por la vía de la seducción, ofrecen bonos a la venta. En caso contrario, los compran.

Hasta ahora nuestras autoridades monetarias han carecido de este medio de acción y han tenido que suplirlo con otros, principalmente el manejo de los requerimientos de reserva y de la tasa de redescuento. Si bien es cierto que hasta ahora han bastado estos métodos, sin duda la adquisición de uno más vendrá a dar mayor flexibilidad al sistema de banca central.

### *Instrumento de Inversión Privada*

En las economías avanzadas el bono desempeña un importante papel en la empresa privada. En los Estados Unidos, por ejemplo, las empresas acostumbra pagar dividendos cada tres meses. Al comienzo de cada trimestre constituyen las reservas para ese fin. Los fondos correspondientes deben tener una gran recuperabilidad, con objeto de que se pueda contar con ellos en efectivo en la fecha requerida. En lugar de constituir las reservas en efectivo, las empresas recurren a la inversión temporal en bonos de tesorería. De esa manera se puede sincronizar la recuperación del efectivo con la fecha del pago de dividendos, dada la seguridad absoluta de la recuperación. De paso se obtiene un producto por intereses que de otra manera no se lograría.

En el caso de las reservas para el pago de impuestos constituidos en bonos de tesorería, las cosas se simplifican al máximo, ya que el fisco acepta los bonos en pago de los impuestos. Esto constituye en realidad un pago adelantado de impuestos, con el correspondiente costo para el gobierno.

## MÉTODOS DE VENTA Y COTIZACION

### *Subasta Pública o Venta Reglamentada*

Los bonos de tesorería se pueden vender al mejor postor o por medio de un reglamento. Generalmente no se expresa en el documento nada relativo a los intereses, ya que el bono se vende a un precio inferior a su valor nominal, como la letra de cambio. La diferencia constituye el rendimiento.

*Venta en Subasta.* En algunos países, por ejemplo los Estados Unidos, los bancos centrales ofrecen las emisiones en venta por encargo del gobierno. Convocan a los bancos privados para que presenten proposiciones a nombre propio o de sus clientes. El intervalo para la recepción de proposiciones generalmente tiene una duración de 3 días.

La proposición se presenta en una forma impresa que consigna la cantidad de títulos solicitados en compra y los precios propuestos. Cada solicitante de ordinario presenta una lista de requerimientos. Esta comprende una gama de precios con las cantidades correspondientes a cada uno de ellos, ya que los diversos clientes de los bancos han expresado varios deseos de comprar a cotizaciones distintas.

La propuesta debe ir en sobre cerrado. Terminado el plazo de la convocatoria, un comité en cada uno de los bancos del Sistema de la Reserva Federal abre los sobres y selecciona por orden decreciente de precio las requisiciones. El procedimiento de selección consiste simplemente en surtir los pedidos a partir del precio más alto ofrecido, hasta el agotamiento de la emisión. Generalmente la cantidad solicitada de títulos excede a la disponibilidad, por lo que las requisiciones presentadas a precios más bajos no se ven satisfechas.

Dado el gran número de requisiciones, la serie de cotizaciones es prácticamente continua. La cotización marginal, o sea la última que obtuvo asignación, puede ser sometida a sorteo si el lote marginal de bonos disponible no alcanza para surtir todos los pedidos a ese precio.

Los requirientes de bonos fijan su cotización con base en su experiencia y en las conjeturas que hacen acerca de las ofertas de los demás. Ellos deben fijar el precio más bajo posible al cual consideren que pueden obtener títulos.

Muchos de ellos sufrirán el quebranto de saber que ofrecieron demasiado; otros se lamentarán de que no alcanzaron bonos.

En el país vecino del norte las emisiones de bonos alcanzan sumas ingentes. Por ejemplo, en septiembre de 1956 el Sistema de la Reserva Federal vendió una emisión de 11,500 millones de dólares en bonos de varios tipos. De ellos, 10,000 millones eran bonos para sustitución de otros que vencían en el tercer trimestre del año. El resto era emisión nueva.

*Venta Reglamentada.* Se sigue este procedimiento cuando se dictan reglas con respecto a la tasa de interés de los bonos, la obligación de los bancos privados de mantener en ellos una cierta proporción de su cartera, etc. Este es el procedimiento que se sigue en México para el manejo de los valores de estado a largo plazo. Hasta ahora (principios de marzo) las publicaciones en que la Secretaría de Hacienda ha anunciado los bonos parecen indicar que se piensa reglamentar su venta.

En ese caso, no es difícil pronosticar que los bonos de la tesorería correrían la misma suerte que los demás valores de estado. Es decir, se les encontraría en las carteras de los bancos privados, las compañías de seguros, etc., pero no en las manos de los particulares.

## OTRAS FUNCIONES

### *Saneamiento del Mercado de Valores*

Actualmente el mercado de valores tiene entre otros vicios el de que ciertos valores a largo plazo se utilizan para inversiones a corto plazo. Ello ocurre por ejemplo con las cédulas hipotecarias. Uno de los valores de más arraigo en nuestro incipiente mercado de valores, tiene en promedio una vida muy corta. Ello se debe a que el público lo usa para inversiones transitorias. No es que ello vaya contra la ortodoxia de la

técnica de inversión sino que el financiamiento con cargo a las cédulas es víctima de un espejismo peligroso. Lo mismo ocurre con otros valores como los bonos del ahorro nacional. Este fenómeno es el mejor indicio de que está haciendo falta un valor de corto plazo de una gran popularidad y de rendimiento y seguridad satisfactorios. Al existir ese valor, será posible suprimir la garantía de recompra que muchos valores a largo plazo tienen que otorgar a los inversores.

### *Carácter Permanente de la Deuda en Bonos*

En el ejemplo citado de la emisión en los Estados Unidos se dijo que la mayor parte de la emisión mencionada era para reposición. Esto quiere decir que, por regla, la deuda representada en bonos de la tesorería de un gobierno, nunca disminuye. Por el contrario; si no se mantiene estable, aumenta. En la práctica, la deuda en bonos a corto plazo se vuelve permanente, aunque las frecuentes reemisiones le ocasionan una vida más agitada que la de la deuda a largo plazo. El alto costo de administración de esta deuda tiende a contrarrestar la ventaja del bajo interés que paga.

### *Integración del Mercado de Dinero*

Cuando se llega a desarrollar, el bono de la tesorería viene a ser un instrumento básico de un mercado de dinero institucionalizado. Si el interés que paga se sitúa dentro del mercado, tenderá a desalentar el agio, ya que el gobierno competirá con los solicitantes privados de fondos a corto plazo. Es posible que venga a agravar en ciertos sectores la escasez de fondos. Este vacío se podrá llenar estimulando el crédito bancario.

En un mercado de dinero institucionalizado se cuentan diversas clases de instrumentos. En Canadá se cuentan los siguientes: a) bonos de tesorería; b) letras de tesorería; c) bonos y valores públicos a largo plazo próximos a vencer; d) letras de sociedades financieras y de bancos; e) letras y pagarés comerciales y f) otros.

Por supuesto, se transfieren fondos a corto plazo por otros procedimientos no instrumentales. Entre los títulos mencionados, el bono de tesorería es, con mucho, el de mayor transferibilidad. Circula entre particulares, instituciones bancarias, etc., y no solamente entre el gobierno y el sector privado. La circulación privada del bono de la tesorería desempeña una función de acomodo de fondos en los lugares donde más se les necesita.

Cuando el mercado de dinero de un país se encuentra debidamente desarrollado, la introducción del bono de tesorería solamente viene a ser la colocación de una pieza en el mecanismo que la necesita. En caso contrario, dicha introducción puede resultar un esfuerzo inútil. Esperemos que no sea el caso en México. Simultáneamente a esta innovación es necesaria la adopción de otros sistemas no instrumentales de operación del mercado de dinero. Muchos de ellos tienen que ver con el financiamiento de los corredores de bolsa en sus operaciones de compraventa de valores a largo plazo. Mientras el mercado de valores a largo plazo no se desarrolle adecuadamente, no es posible hacer intervenir de manera importante a los corredores en el mercado de dinero.

Cabe esperar mucho del bono de la tesorería. Ello depende de las posibilidades que haya de hacerlo participar *dentro* del mercado de dinero y no al margen de él.