

Naturaleza de la ADMINISTRACIÓN de las reservas internacionales

PAÚL ANTONIO REBOLLEDO *



Las herramientas usadas por los Bancos Centrales

El artículo presenta las tendencias actuales en el manejo del portafolio de las reservas internacionales por parte de bancos centrales, las que se han venido enfocando en la maximización de rentabilidad, sin descuidar la seguridad y la liquidez de las inversiones.

* Analista de la Gerencia de Operaciones Internacionales del BCRP. Actualmente es profesor de las Universidades del Pacífico, de Piura y de Lima. Las opiniones vertidas en este artículo no reflejan necesariamente la opinión del BCRP.

Dentro de la literatura económica, se puede distinguir varias razones para que un banco central mantenga reservas internacionales. Entre las principales se encuentran: necesidades transaccionales asociadas al normal funcionamiento del comercio exterior y del servicio de deuda externa, razones de intervención cambiaria y de diversificación de la riqueza.

Bajo criterios financieros, mientras que los dos primeros motivos están asociados a la liquidez necesaria del portafolio de reservas ante cualquier choque externo imprevisto, el último está vinculado a la rentabilidad del mismo y se sustenta en la preservación del valor adquisitivo de las reservas como parte del ahorro nacional.

En los últimos años, ante el continuo aumento de las reservas administradas a nivel mundial¹ los bancos centrales han puesto un mayor énfasis en la administración rentable de sus reservas, sin descuidar la seguridad y la liquidez de las mismas. En esta línea, los bancos centrales muestran una mayor flexibilidad en la adecuación y estructuración de sus portafolios en función a sus expectativas de precios de la economía (tasas de interés, tipos de cambio, etc.).

HERRAMIENTAS PARA OPTIMIZAR LA ADMINISTRACIÓN DE RESERVAS

La optimización de las reservas demanda el diseño de un portafolio de referencia o comparación (benchmark) que denote un proceso estructurado de asignación de activos (asset allocation) y establezca la política de inversión dadas las restricciones de riesgo. En particular, el benchmark provee de una guía óptima de inversión debido a que refleja claramente el universo de activos en los cuales se puede invertir de acuerdo con la tolerancia de riesgo que los bancos centrales desean asumir. Asimismo, el benchmark debe ser sujeto a revisiones periódicas ya que las condiciones de mercado pueden modificar el grado de aversión al riesgo de los mismos.

Dentro de la administración de riesgos, la mayoría de bancos centrales utiliza como medición de riesgos la desviación de los retornos obtenidos respecto de aquellos mostrados por el benchmark tanto a nivel de activos individuales como del portafolio total (Cuadro 1). Asimismo, la utilización de la metodología de Valor en Riesgo es cada vez más frecuente para la medición de riesgos, específicamente los de mercado. Esta metodología estima la máxima pérdida potencial que un portafolio puede experimentar a un nivel de probabilidad determinado debido a movimientos adversos de precios de mercado (tasas de interés, tipos de cambio, precios de commodities, etc.). De

manera complementaria, algunos bancos centrales utilizan análisis de estrés, considerando las pérdidas potenciales del portafolio ante variaciones drásticas en determinados precios de mercado, mayores a las que históricamente se hubieran registrado.

Por otro lado, para controlar el riesgo de crédito, los bancos centrales definen calificativos mínimos aceptables para las inversiones usualmente de acuerdo con ratings públicos elaborados por agencias evaluadoras de riesgo. Con ello, los instrumentos financieros tradicionales en los que los bancos centrales invierten son valores soberanos de gobiernos, agencias gubernamentales y supranacionales, depósitos a plazo en bancos de primera línea y papeles comerciales emitidos por gobiernos o bancos. Los emisores de estos instrumentos deben ser considerados de un nivel de riesgo bastante bajo, de acuerdo con el criterio de seguridad que es prioritario en la administración de las reservas.

ESTRUCTURA DEL PORTAFOLIO

La mayoría de los bancos centrales enfoca la administración de sus reservas de acuerdo con la naturaleza de los recursos de origen. En general, se puede distinguir dos tipos de segmentos dentro del portafolio: un segmento de necesidades inmediatas, que es mantenido para suavizar el efecto de choques externos dentro de las economías de los países y usualmente representan pasivos de corto plazo con agentes económicos domésticos y/o extranjeros; y un segmento de recursos propios, que está asociado a preservar la riqueza del país y cuyos recursos no están atados directamente a un pasivo.

Como consecuencia de ello, los criterios de inversión de cada segmento son distintos. El primer segmento es administrado de manera tal que la duración de los activos calce con la de los pasivos (asset-liability management), con lo cual la flexibilidad para aprovechar determinadas coyunturas del mercado es limitada; ello se traduce en rentabilidades bajas. Por otro lado, el tramo de fondos propios cuenta con una mayor flexibilidad. En particular, ello se traduce en una mejora del retorno debido a un horizonte temporal más largo, lo

CUADRO 1 Principales técnicas para medición de riesgos

Técnica	Número de países 1/	% de la muestra
Benchmark	43	80
Value at risk	20	37
Stress testing	12	22
Otros	9	17
Modelos estadísticos externos	4	7

¹ A lo largo de las tres décadas pasadas, el valor de las reservas administradas por bancos centrales se ha incrementado de menos de US\$ 100 mil millones a cerca de US\$ 3 billones de acuerdo con UBS Warburg.

1/. Incluye respuestas múltiples Fuente: Encuesta a 54 bancos centrales realizada en 2003 para el libro "How Countries Manage Reserve Assets", por Robert Pringle y Nick Carver, Central Banking Publications.

MONEDA I RESERVAS

cual viene acompañado por una mayor diversificación de monedas e instrumentos. Mas aun, el tramo de fondos propios ofrece la ventaja de un manejo más activo en el rebalanceo de duraciones de acuerdo con los movimientos en curvas de rendimiento. Así, ante una coyuntura de tasas de interés esperadas crecientes, el portafolio del tramo de fondos propios podría disminuir su duración de una manera más flexible que el portafolio del tramo de necesidades inmediatas, cuyo manejo está determinado principalmente por la duración de sus pasivos.

PERSPECTIVAS DENTRO DEL SEGMENTO DE FONDOS PROPIOS

La orientación del segmento de fondos propios está ligado al diseño de un portafolio más diversificado y globalizado, lo cual ha originado la ampliación del abanico de posibilidades de inversión en instrumentos como mortgage backed securities, asset backed securities, papeles comerciales, deuda corporativa, derivados y en algunos casos, instrumentos de renta variable. De manera similar, el incremento de las volatilidades cambiarias ha originado un aumento en la diversificación por monedas y por región geográfica. Todo ello contribuye a una menor exposición al riesgo sistemático por parte del portafolio administrado.

De otra parte, dentro de varios bancos centrales de países desarrollados y emergentes, parte de los recursos del tramo de fondos propios ha sido delegado a administradores externos como medio para beneficiarse de la transferencia de expertise y tecnología, así como para obtener mayores retornos por unidad asumida de riesgo. De esta manera, los bancos centrales pueden incursionar en otros mercados y en nuevos instrumentos más complejos. Además, se crea una referencia externa (benchmark externo) a la administración interna siempre que los niveles de riesgo asumidos sean similares. Dentro de la contratación de servicios de administradores externos en la región latinoamericana, destacan México, Chile y Colombia.

Otra tendencia de bancos centrales dentro de la administración de reservas consiste en la conformación de un equipo cuyos centros de operación estén ubicados en una plaza financiera distinta a la doméstica. Esta tendencia es común sobretodo en los países asiáticos. Así, por ejemplo, el Banco de Corea del Sur cuenta con dos equipos internacionales (overseas management team)², uno en Nueva York para el portafolio en dólares, y el otro en Londres para el portafolio en euros. El propósito es aprovechar de la liquidez y volatilidad de los mercados considerando que pueden colocar su dinero durante los horarios de mayor movimiento en los distintos mercados financieros al contar con



mesas especializadas localizadas en cada uno de dichos mercados.

Otras tendencias dentro de la administración de reservas se refieren a la evaluación del desempeño distinguiendo el efecto de asignación de recursos (dentro de categorías de activos) del de selección (dentro de activos individuales). Asimismo, la aplicación de los principios de buen gobierno corporativo es cada vez mas común dentro de la administración de reservas, incluyéndose temas como el disclosure adecuado y oportuno de información, auditoría interna y externa, entre otros.

Así, el espectro de actividades dentro de la administración de reservas se ha expandido en los últimos años, con un enfoque orientado a maximizar la rentabilidad de aquellos tramos más flexibles, sin descuidar la seguridad y liquidez de sus inversiones. ■

INVERSIONES. La colocación de los recursos de las reservas internacionales demanda el monitoreo de múltiple información.

CUADRO 2 ■ Sentimiento sobre administradores externos

¿Su banco central ha tenido alguna experiencia con administradores externos?

Respuesta	Número de países	%
Sí	32	59
No	22	41

¿Piensa que los bancos centrales harán mayor o menor uso de administradores externos en el futuro?

Respuesta	Número de países	%
Mayor	21	40
Menor	12	23
Igual	19	37
Total	52	100

1/. Respondieron 52 países

Fuente: Encuesta a 54 bancos centrales realizada en 2002 para el libro "How Countries Manage Reserve Assets", por Robert Pringle y Nick Carver, Central Banking Publications.

² Para la tarea de front office (operaciones de compra-venta). Las tareas del middle office (control de riesgo) y back office (registro contable y valorización) permanecen en Seúl.