



◆ Prácticas mundiales en la administración de las reservas internacionales

En esta nota editorial se exponen las principales prácticas mundiales en la administración de las reservas internacionales. A partir de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI) y de encuestas realizadas por varias entidades a los administradores de las reservas de diferentes bancos centrales, se obtuvo información general respecto a cómo esos bancos invierten sus reservas internacionales.

Las principales conclusiones son: i) la mayoría de países han aumentado su nivel de reservas internacionales en los últimos años; ii) la deuda gubernamental de los países desarrollados sigue representando la mayor parte de las reservas de los países, y iii) con el fin de enfrentar el entorno de bajas tasas de interés, los bancos centrales han buscado mayor diversificación de sus reservas en los últimos años.

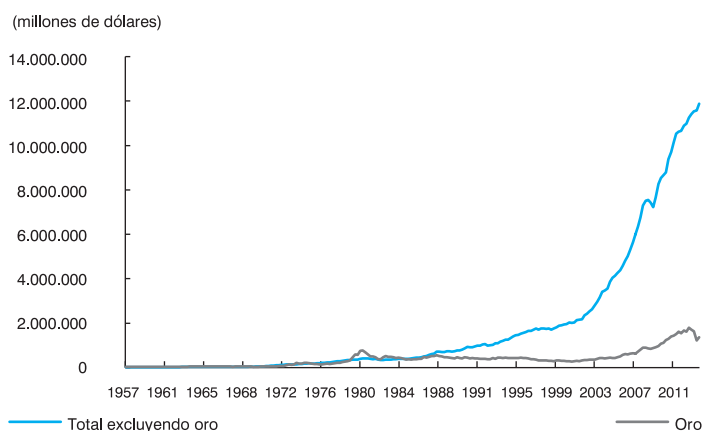
◆ I. Nivel de las reservas internacionales y principales políticas

El Gráfico 1 muestra la evolución de las reservas internacionales del mundo desde 1960. En él se observa que las reservas mundiales se han multiplicado por más de tres en la última década, alcanzando un monto de US\$11.880.421 millones al 30 de septiembre de 2013. El oro, que representaba la mayor parte de las reservas internacionales del mundo hasta los años ochenta, ha perdido participación y actualmente se encuentra alrededor de 11%.

El Gráfico 2 presenta el porcentaje de oro sobre las reservas internacionales para una muestra de cuarenta países. Su participación promedio en las reservas de estos países es de 13,8%, la cual tiende a ser alta en los países desarrollados y baja en los países emergentes. Colombia es uno de los países con menor exposición en sus reservas a ese metal.

A partir de la década de los setenta los bancos centrales iniciaron una política de reducción de sus tenencias de oro, la cual se revirtió a partir de 2009. El Gráfico 3

Gráfico 1
Evolución de las reservas internacionales mundiales



Fuente: FMI

muestra que, a pesar del aumento de las reservas internacionales de los últimos años, las tenencias de oro en onzas troy¹ se encuentran 16% por debajo del nivel máximo observado en 1966.

Otra de las principales políticas en la inversión de las reservas internacionales es la composición cambiaria. En el Gráfico 4 se ilustra la composición cambiaria de las reservas internacionales mundiales reportada por el FMI al tercer trimestre de 2013². El dólar de los Estados Unidos es la moneda más importante, seguida por el euro. En Colombia la composición cambiaria actual del índice de referencia de las reservas internacionales es: USD 87%, CAD 5%, AUD 4%, GBP 2%, NZD 1% y SEK 1%³.

En el Cuadro 1 se presenta la respuesta de los bancos centrales en una encuesta del FMI⁴ a la pregunta “¿Cuáles son los principales criterios para determinar la composición cambiaria?”. Dichos criterios varían de país a país pero, en general, se busca cubrir la composición de las obligaciones del país en moneda extranjera con monedas que tengan mercados líquidos y con alto volumen de negociación.

El Gráfico 5 muestra los cambios recientes⁵ que han hecho los países en su composición cambiaria. Se observa un incremento en la participación de monedas de países que han enfrentado relativamente bien la crisis económica y financiera de los últimos años (Australia, Noruega y Canadá), así como una reducción de la exposición al

¹ La onza troy es la medida estándar para medir tenencias de oro. Una onza troy corresponde a 31,1034768 gramos.

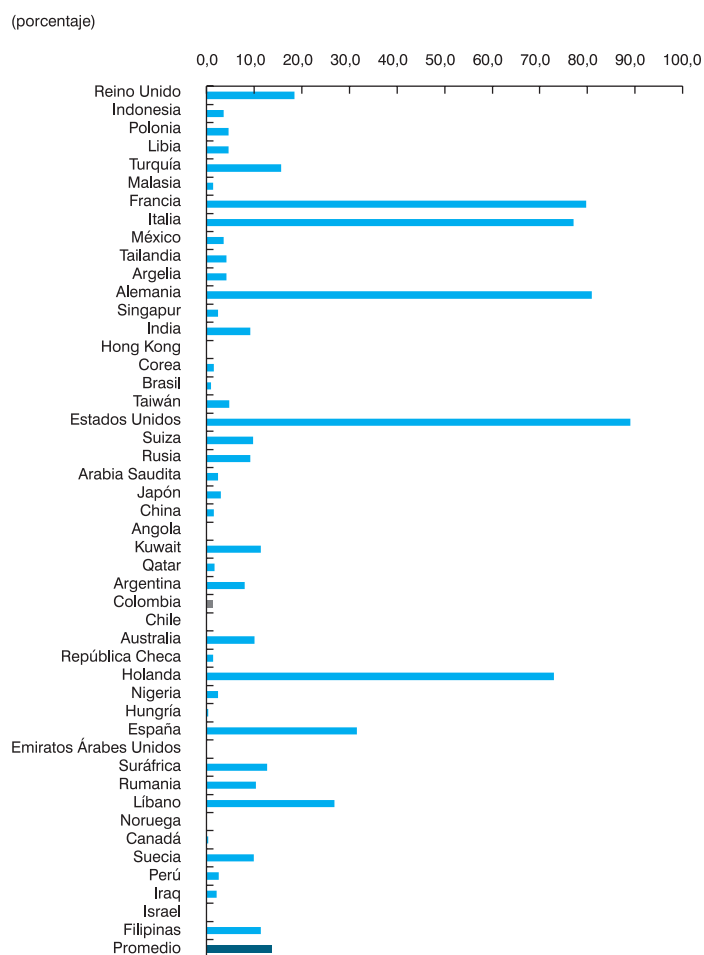
² Algunos bancos centrales, que representan el 45,9% de las reservas internacionales del mundo, no envían información desagregada por moneda al FMI.

³ USD: dólares estadounidenses, CAD: dólares canadienses, AUD: dólares australianos, GBP: libras, NZD: dólares neozelandeses y SEK: corona sueca.

⁴ FMI (2013). “Survey of Reserve Managers: Lessons from the Crisis”, IMF working paper, núm. 13/99.

⁵ UBS (2013). “Reserve Management, What, Where, Where Now?” (presentación), Seminario de Reservas Internacionales de UBS, Suiza, junio.

Gráfico 2
Participación del oro en las reservas internacionales



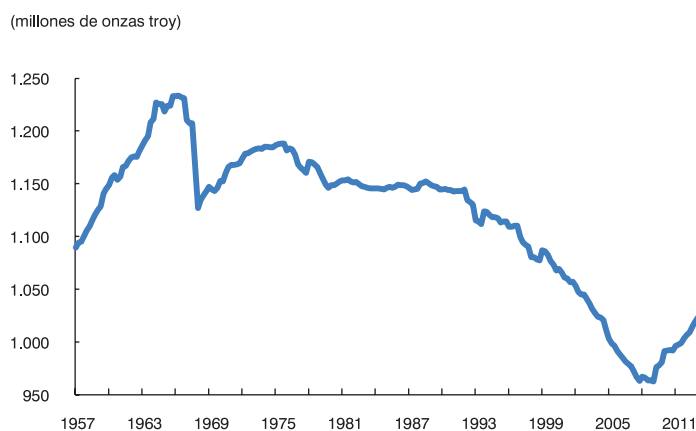
Fuente: FMI

Cuadro 1
Criterios utilizados por los bancos centrales para definir la composición cambiaria de las reservas (porcentaje)

Composición cambiaria de los pasivos del banco central en moneda extranjera	48,5
Composición cambiaria de los pasivos de corto plazo del gobierno en moneda extranjera	39,4
Composición cambiaria de los pasivos totales del gobierno en moneda extranjera	40,9
Composición cambiaria del descalce de la posición de los bancos en moneda extranjera	4,5
Composición cambiaria de los pasivos de corto plazo de toda la economía en moneda extranjera	28,8
Composición del comercio (e. g. importaciones)	40,9
La/s moneda/monedas frente a la/s cual/es se fija su tasa de cambio	30,3
Profundidad y liquidez de los mercados subyacentes en los que se invierte	50
Profundidad y liquidez de los mercados cambiarios	31,8
Tasa de interés nominal	21,2
Otra	13,6

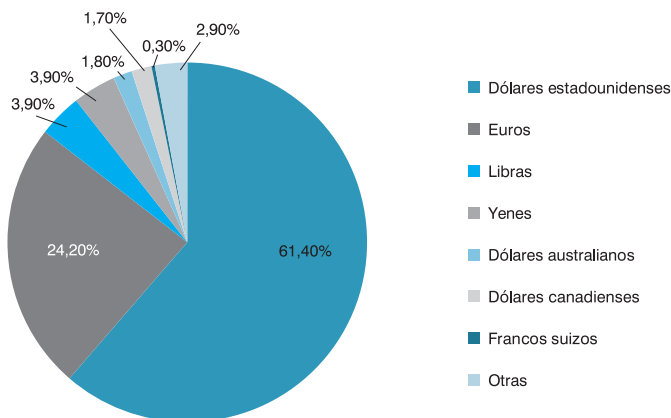
Fuente: FMI (2013).

Gráfico 3
Tenencias mundiales de oro



Fuente: FMI

Gráfico 4
Composición cambiaria de las reservas mundiales
(Segundo trimestre de 2013)

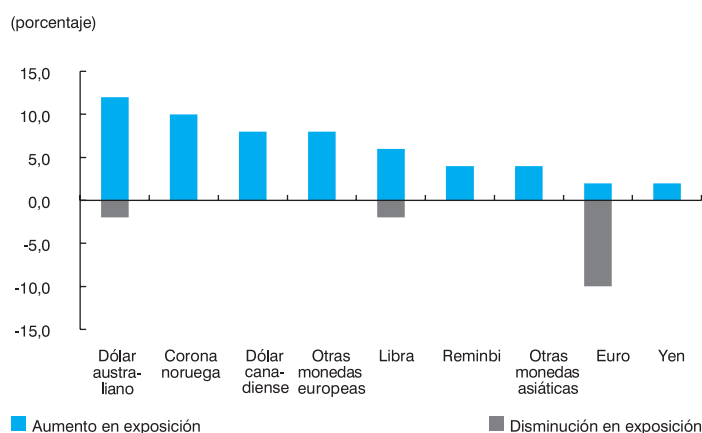


Fuente: FMI ("Currency Composition of Official Foreign Reserves").

euro. También, se destaca el interés de los bancos centrales en invertir en el renminbi, la moneda china. Varios de ellos han anunciado públicamente sus planes o intenciones de invertir sus reservas en China, por ejemplo Australia, Nigeria, Chile y Bolivia.

De acuerdo con una encuesta del Central Banking Publications, la gran mayoría de los bancos centrales considera que invertir en un mayor número de monedas es un factor estabilizador del sistema monetario internacional (93% de los encuestados) y que, además, es una oportunidad y no un riesgo para administrar las reservas (96% de los encuestados).

Gráfico 5
Cambios recientes en la composición cambiaria



Fuente: UBS (2013).

◆ II. Conformación del portafolio de inversiones

Los criterios de administración de las reservas internacionales en la mayoría de los países son la seguridad (también definida como la preservación del capital), la liquidez y la rentabilidad. En el Gráfico 6 se encuentra la respuesta que dieron los bancos centrales al Banco de Pagos Internacionales (BIS, por su sigla en inglés) con respecto a la importancia de los criterios utilizados para administrar las reservas⁶. El retorno es un objetivo importante en la mayoría de países, pero está supeditado a la liquidez y a la preservación del capital.

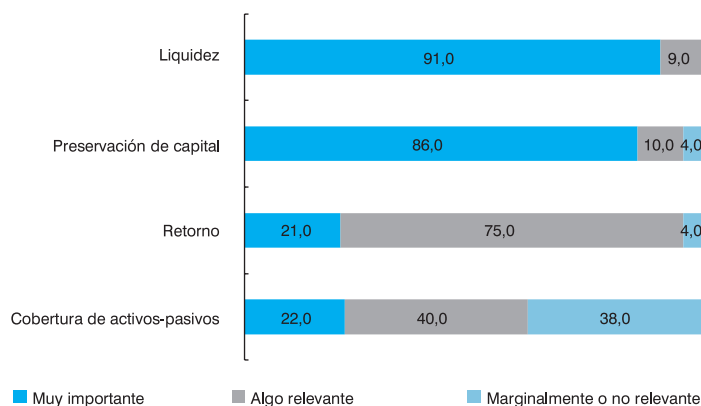
Estos criterios influyen en la elección del horizonte de inversión; es decir, en el plazo utilizado para construir el índice de referencia y para evaluar el desempeño de la política de inversión. En el Gráfico 7 puede observarse que la mayoría de los bancos centrales afirman que su horizonte de inversión es corto (menor a cinco años), lo cual les permite construir portafolios de inversión con baja volatilidad de sus retornos.

En el Gráfico 8 se observa la respuesta a la pregunta: “¿Qué describe mejor su índice de referencia?”. Se concluye que los bonos del Tesoro estadounidense son el activo financiero más usado en el índice de referencia, aunque por lo general son pocos los bancos centrales que utilizan como referencia las letras del Tesoro, los papeles de menor plazo y menor riesgo de mercado disponibles. Actualmente, el índice de referencia de las reservas internacionales de Colombia está conformado en especial por papeles con vencimiento entre 0 y 1 año, por lo cual es más cercano al índice de letras del Tesoro.

Otra de las decisiones estratégicas que toman los bancos centrales es el grado de diversificación de las reservas internacionales. El FMI considera que

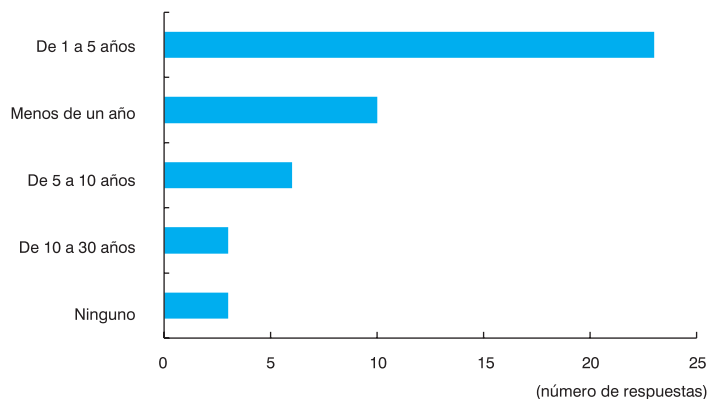
⁶ BIS (2013). “Central Bank Reserve Management Practices” (presentación), Reunión para la Diversificación de las Reservas Internacionales, Basilea, mayo.

Gráfico 6
¿Qué criterios se usan para determinar el índice de referencia de las reservas?
(porcentaje)



Fuente: BIS (2012).

Gráfico 7
Horizonte de inversión

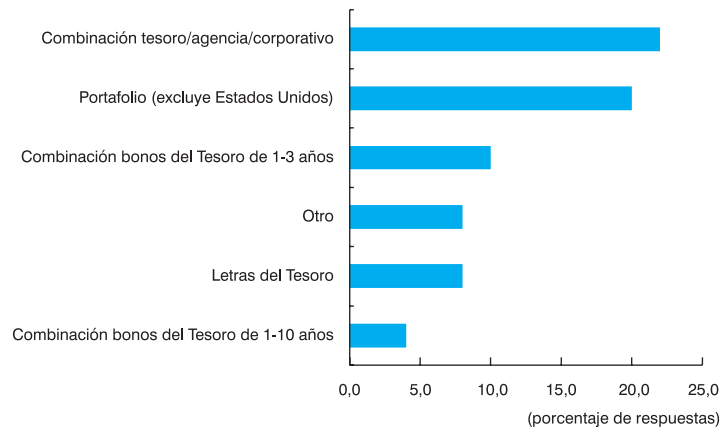


Fuente: UBS (2013).

[...] un componente importante de la estrategia de administración de las reservas es decidir con respecto al grado apropiado de diversificación con el objetivo de mejorar el perfil riesgo-retorno del portafolio [...] la decisión de diversificación usualmente está basada en una valoración de las propiedades de las diferentes monedas y activos y en las correlaciones entre ellos, debido a que la baja correlación puede mejorar el retorno ajustado por riesgo de todo el portafolio⁷.

⁷ FMI (2013). “Foreign Reserve Management Guidelines” (presentación), Reunión para la Diversificación de las Reservas Internacionales, Basilea, mayo.

Gráfico 8
¿Qué define mejor su índice de referencia?



Fuente: UBS (2013).

Además, señala que “para muchos tenedores de reservas, mayor diversificación del portafolio recientemente ha sido una respuesta necesaria a la reducción de las tasas de los activos seguros tradicionales y mayores riesgos en otros activos en que comúnmente se tienen”. Esto es consistente con la encuesta del BIS, la cual señala que la diversificación de las reservas es uno de los temas más discutidos actualmente en los bancos centrales, junto con la respuesta a la crisis financiera y al bajo nivel de las tasas de interés (Gráfico 9).

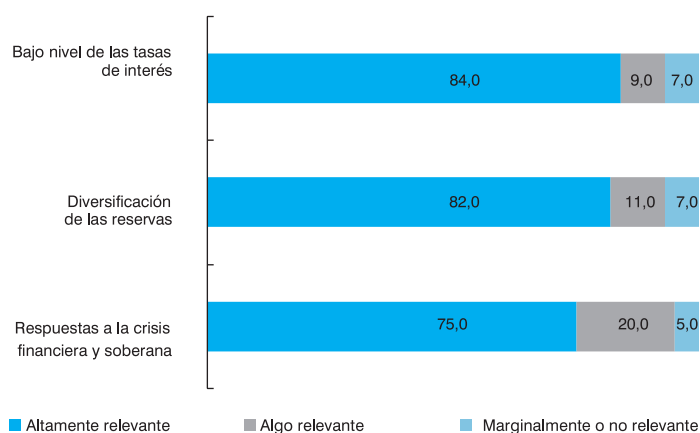
La encuesta del Central Banking Publications muestra resultados similares⁸. El 83% de los bancos centrales encuestados respondieron que las políticas monetarias heterodoxas y los regímenes de tasas de interés extremadamente bajas de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo están impactando la administración de las reservas en sus respectivos países. La respuesta de los bancos centrales a este entorno ha sido diversificar las geografías y las clases de activos en los que invierten sus reservas, al tiempo que reducen el riesgo de mercado (*value at risk*: VaR) de los portafolios, tal como lo muestra el Cuadro 2.

Con respecto a los tipos de activos en los que actualmente se invierte y aquellos que están considerando los bancos centrales, la encuesta del BIS ofrece información interesante. El Gráfico 10 contiene las respuestas de los bancos centrales con respecto a los activos que tienen en su portafolio, los que están considerando y aquellos que descartan. Puede verse que los bancos centrales invierten en un amplio espectro de activos financieros, aunque tienden a concentrarse en las clases de activos que se consideran más seguros, como los papeles de deuda de los gobiernos, las agencias y las entidades supranacionales⁹. Las barras muestran que un número considerable

⁸ Central Banking Publications (2013). “RBS Reserve Management Trends 2013”.

⁹ De los activos presentados en el gráfico, las reservas internacionales de Colombia no se invierten en los siguientes instrumentos: papeles respaldados por activos, *covered bonds*, bonos soberanos de mercados emergentes en

Gráfico 9
¿Qué asuntos relacionados con la administración de las reservas se discuten actualmente en su institución? (porcentaje)



Fuente: BIS (2012).

Cuadro 2
¿Las bajas tasas de interés en activos de reserva “tradicionales” lo han llevado a tomar más o menos riesgo en su portafolio? (porcentaje)

Más	47,0
Sin cambio	35,0
Menos	18,0
Total	100,0

¿Qué ha cambiado para intentar alcanzar este objetivo? (porcentaje)

	Aumento	Reducción
Duración	47,0	53,0
Clases de activos	88,0	13,0
Geografías	92,0	8,0
Contrapartes de negociación	56,0	44,0
Límite de <i>value-at-risk</i> (VaR)	27,0	73,0
Otro	75,0	25,0

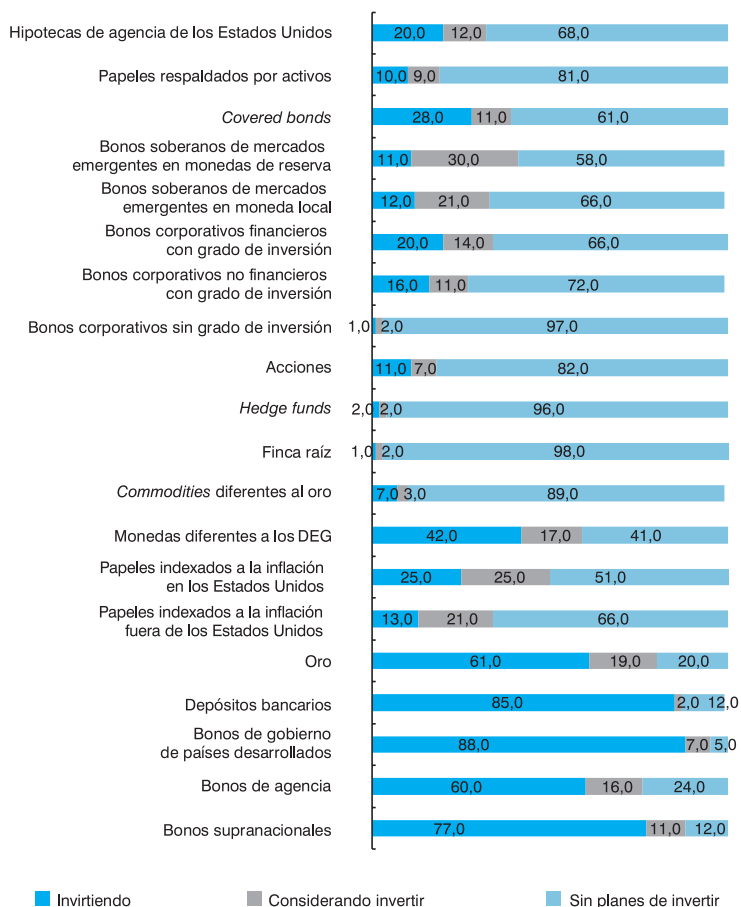
Fuente: Central Banking Publications (2012).

de bancos centrales está explorando la posibilidad de aumentar la diversificación de sus portafolios.

Con respecto a los activos permitidos para la inversión de las reservas, sobresalen los bonos de gobierno, depósitos bancarios, papeles de entidades supranacionales, papeles de agencias de gobiernos y las monedas que no pertenecen a los derechos

monedas de reserva, bonos soberanos emergentes en moneda local, bonos corporativos sin grado de inversión, acciones, *hedge funds*, finca raíz y *commodities* diferentes al oro.

Gráfico 10
Clases de activos utilizados por los bancos centrales en la administración de las reservas



Fuente: BIS (2012).

especiales de giro (DEG) del FMI. Con respecto a los activos menos tradicionales, sobresale el interés de los bancos centrales en invertir en bonos de mercados emergentes (tanto en moneda local como en monedas de reserva), los *covered bonds* y las acciones. En lo que respecta a las acciones, la encuesta señala que la gran mayoría de los bancos centrales no tiene planes de invertir en acciones en el corto plazo debido a restricciones legales o al posible riesgo reputacional.

Los bancos centrales han emprendido una estrategia cauta de diversificación de sus reservas internacionales porque siguen preocupados por el impacto reputacional que pudiera tener el desempeño negativo de un activo o una clase de activo particular. Esto ha llevado a que el Banco Mundial y el FMI, entidades multilaterales que estudian las políticas de administración de las reservas y asesoran a los países para mejorar la eficiencia en la administración de sus reservas, insistan explícitamente en la importancia de evaluar la gestión de las reservas en su conjunto y no por la rentabilidad

de inversiones individuales. Por ejemplo, un informe del Banco Mundial señala lo siguiente:

[...] se recomienda fuertemente que el Banco de la República involucre a los *stakeholders* clave y a las autoridades de supervisión en un diálogo que asegure que el desempeño de la administración de las reservas se mida por el éxito obteniendo un retorno total del portafolio estable en promedio a través de diferentes entornos de mercado, lo cual significa que en ocasiones se acepte un desempeño desfavorable significativo en papeles individuales o en clases de activos¹⁰.

De la misma manera, en sus “Directrices para la administración de las reservas”, de 2013, el FMI señala que “como el administrador de las reservas se debe enfocar en el desempeño del portafolio como un todo, las decisiones de inversión con respecto a activos específicos no deben estar dictadas por asuntos contables con respecto a ese activo específico (e. g.: no tener que vender un activo determinado porque resultaría en una pérdida contable)”¹¹. Esto es consistente con la teoría moderna de portafolios, la cual indica que una mayor diversificación de activos genera un mayor retorno para el mismo nivel de riesgo o un menor riesgo para el mismo nivel de retorno¹².

III. Conclusiones

Las reservas internacionales del mundo han venido en aumento en los últimos años. En general, los bancos centrales utilizan políticas conservadoras para administrar sus reservas internacionales, lo cual implica que la gran parte de estos activos están invertidos en bonos de corto plazo de gobiernos de países desarrollados y en oro.

Debido a la naturaleza de sus inversiones, la mayoría de los bancos centrales se han visto afectados por el entorno de bajas tasas de interés en los países desarrollados. Como respuesta, han venido aumentando la diversificación de sus reservas tanto en monedas como en tipos de activos elegibles para invertir.

Comparado con el promedio de los bancos centrales, el Banco de la República tiene similitudes y diferencias. Con respecto a las similitudes, en Colombia también se ha observado crecimiento de las reservas internacionales, la composición cambiaria se determina con base en los pagos externos del país, el horizonte de inversión es corto (doce meses), los papeles de deuda gubernamental de países desarrollados representan la mayor parte del portafolio y la diversificación cambiaria del portafolio ha aumentado en los últimos años. No obstante, Colombia se distingue frente al promedio de los países por una participación baja de oro en las reservas internacionales, una mayor exposición al dólar estadounidense y una menor sensibilidad a los

¹⁰ Banco Mundial (2011). “Aide Memoire, Banco de la República, Foreign Currency Reserve Management Operations”, febrero.

¹¹ FMI (2013). “Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management”, Monetary and Capital Markets Department, Fondo Monetario Internacional, febrero.

¹² Esto se debe a que los precios de los activos financieros no se mueven de la misma manera la mayor parte del tiempo, lo cual hace que en momentos malos no todos los activos pierdan.

cambios en las tasas de interés¹³. Esto implica que en lo corrido de 2013, año durante el cual se ha observado una disminución en el precio del oro, una apreciación del dólar y un aumento de las tasas de interés de la deuda gubernamental, el impacto sobre la rentabilidad de las reservas en Colombia ha sido menor que en otros países. 🏠

♦ José Darío Uribe Escobar ♦
Gerente general*

¹³ La sensibilidad de un portafolio a los cambios en las tasas de interés se mide con la duración modificada, la cual representa el aumento (disminución) porcentual que tendría el portafolio frente a una disminución (aumento) de 1% en todas las tasas de interés en el mercado. En Colombia la duración modificada de las reservas internacionales es inferior a 1.

* Las opiniones expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República, y son de exclusiva responsabilidad del Gerente General.