

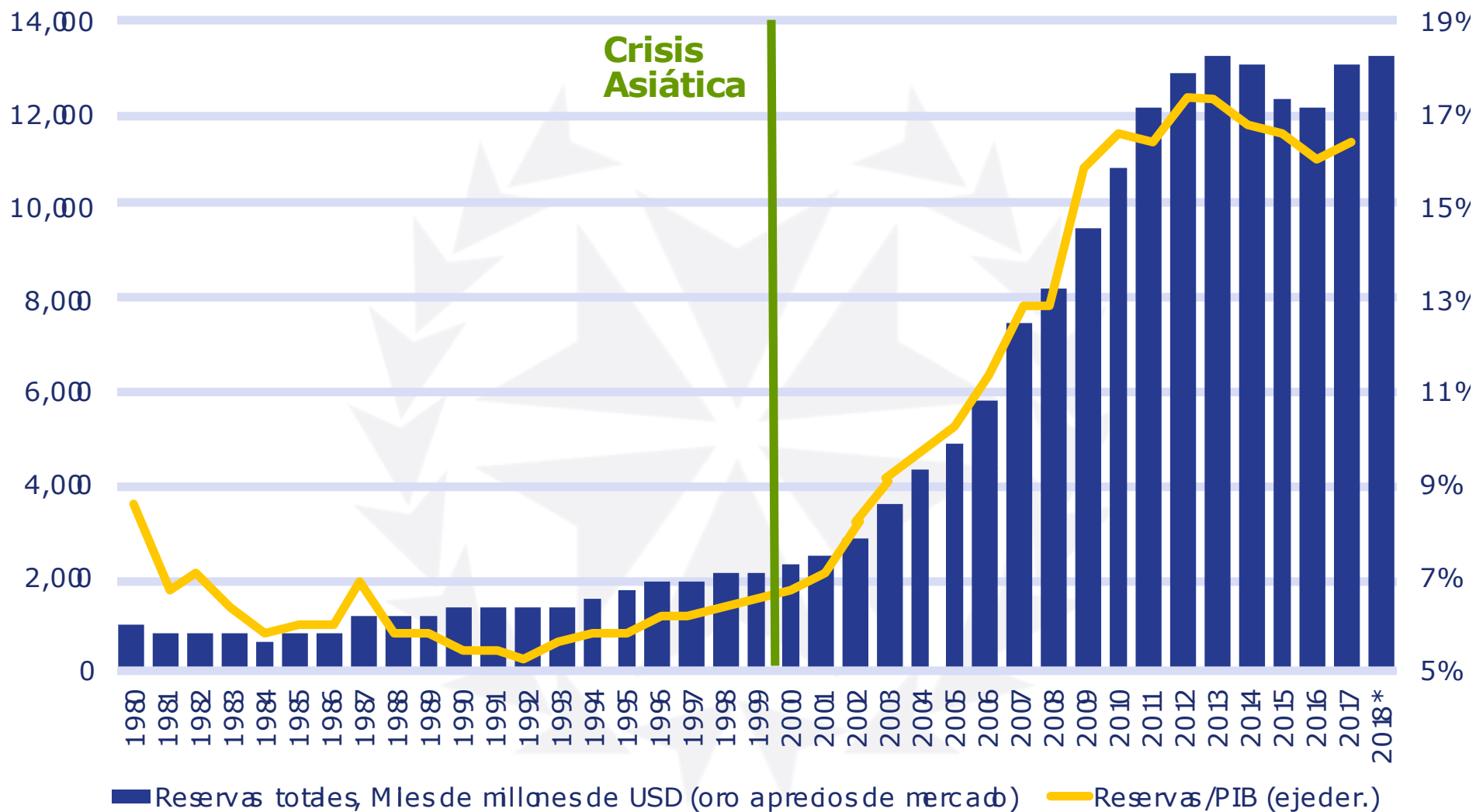


# **MANEJO DE RESERVAS**

**JOSÉ DARÍO URIBE**  
**PRESIDENTE EJECUTIVO**

**Asunción, junio 5 de 2018**

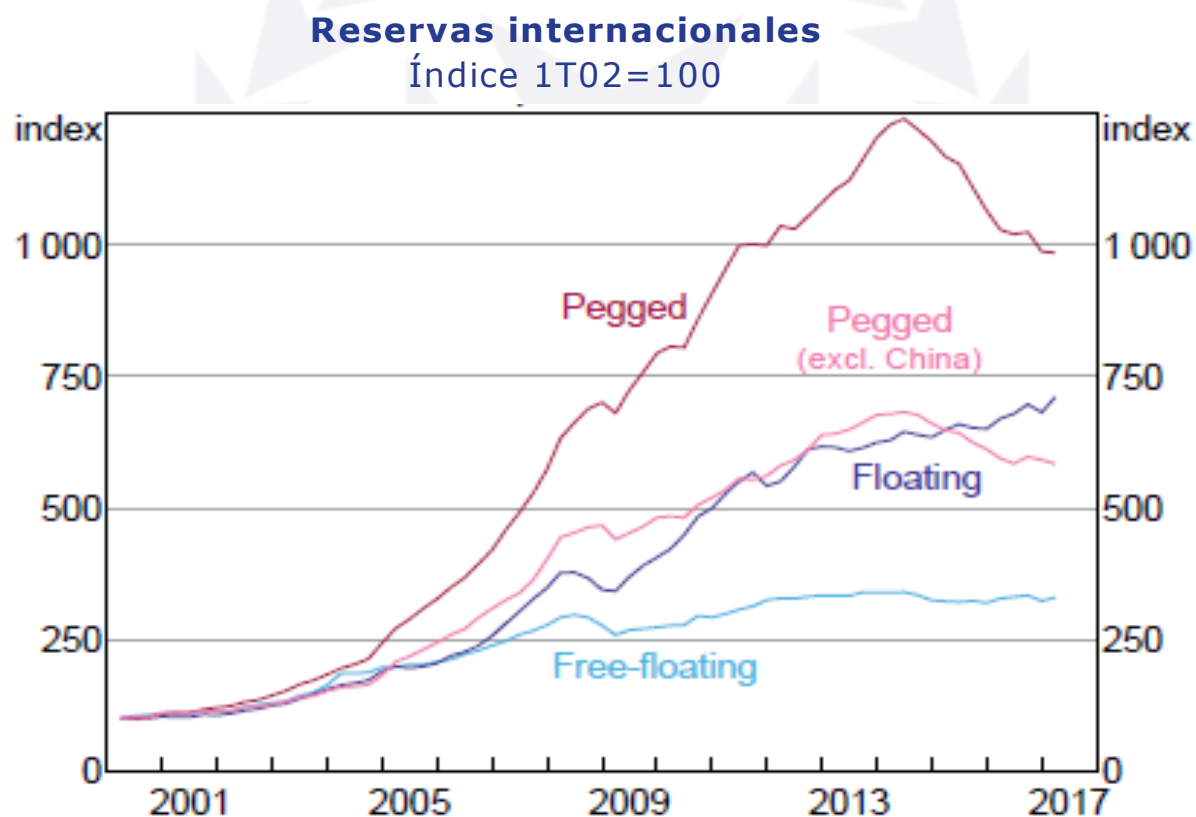
# Fuerte aumento de reservas entre 2002 y 2013



# Racionalidad

**Teoría:** i) Defender paridad; ii) auto-seguro precautorio; y iii) funciones de “no emergencia”

## ¿Qué dicen los datos?



Fuente: Sunner 2017.

# Racionalidad

---

Los motivos de “no emergencia” han sido fundamentales en la acumulación de reservas:

- 1.** Mantener tasa fija a una moneda en particular (dólar) o una canasta de monedas (usualmente con dólar)
- 2.** Intervenciones
  - Estrategia de crecimiento vía exportación
  - Ciclo de los commodities (Pétroleo)
  - Complemento o sustitución temporal de inflación objetivo (Colombia y República Checa)

# Nivel “adecuado” u “óptimo” de reservas

---

- 1.** El nivel “adecuado” de reservas depende de diversas características de las economías y del régimen cambiario, entre otros (ver FMI, 2015)
- 2.** Debido a que gran parte de la acumulación de reservas fue resultado de motivos no precautorios, probablemente se acumularon reservas “en exceso”, lo cual pareciera confirmar los indicadores tradicionales de nivel “adecuado” u “óptimo”
- 3.** La fuente de fondos para acumular reservas IMPORTA (Por ejemplo, ahorros (Asia) vs. crédito de corto plazo)

Con el aumento en los niveles de reservas, y bajas tasas de interés, la rentabilidad ganó peso en la función objetivo de los administradores de reservas (*vis a vis* seguridad y liquidez)

### Participación estimada en la asignación estratégica de activos (%)

	Proporción de portafolios con alguna exposición		Participación <sup>1/</sup>
	2002-05	2014-17	2014-17
Depósitos en bancos centrales	95	95	10-15
Títulos del Gobierno de Estados Unidos	90	90-95	na
Bonos supranacionales	85	90-95	na
Depósitos en bancos comerciales	95	85	10-15
Bonos de agencias <sup>2/</sup>	65-70	60-70	na
Bonos corporativos	17-22	35-40	12
Acciones	5-10	15-20	7-10
Bonos de mercados emergentes	na	20-30	6-7

<sup>1/</sup> Participación promedio mantenida por esos portafolios de moneda extranjera que mantienen alguna exposición a esa clase de activo.

<sup>2/</sup> Bonos emitidos o garantizados por empresas públicas y empresas patrocinadas por el gobierno. Por ejemplo, Fannie Mae.

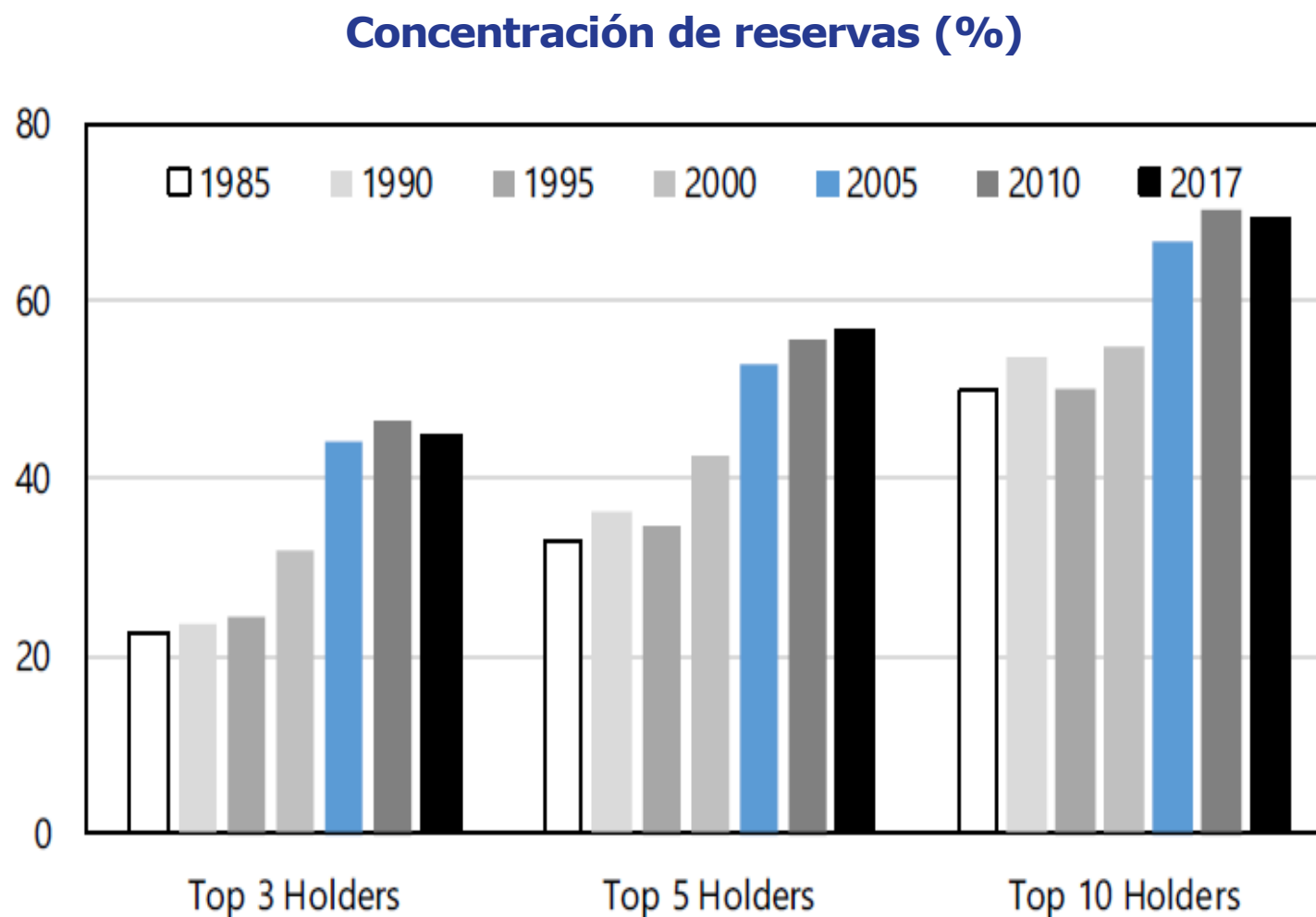
Fuente: Sunner 2017.



## **Dos preguntas:**

- 1.** ¿El aumento de reservas y los cambios en la función objetivo de los administradores de reservas generan peligro a la estabilidad financiera global?
- 2.** ¿Qué estrategia de inversión parece razonable en el entorno actual?

# Concentración de reservas en pocos jugadores

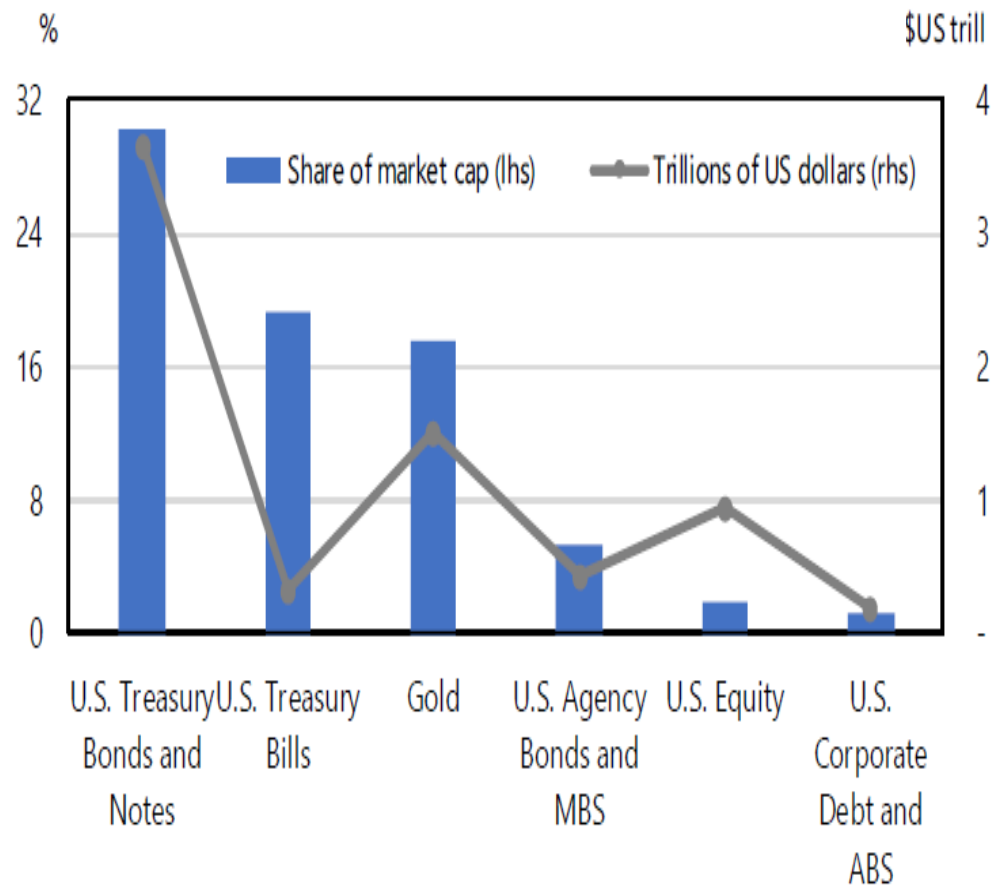


**Fuente:** Tomado de: IMF Working paper WP 18/31 Bradley A. Jones. Principales tenedores abril 2018 (billones): China, (\$3,16), Japón (\$1,20), Suiza (\$0,78), Arabia Saudita (\$0,49), Taiwan (\$0,45), Hong Kong (\$0,44), India (\$0,39), Corea del Sur (\$0,38), Brasil (\$0,36), Rusia (\$0,36).

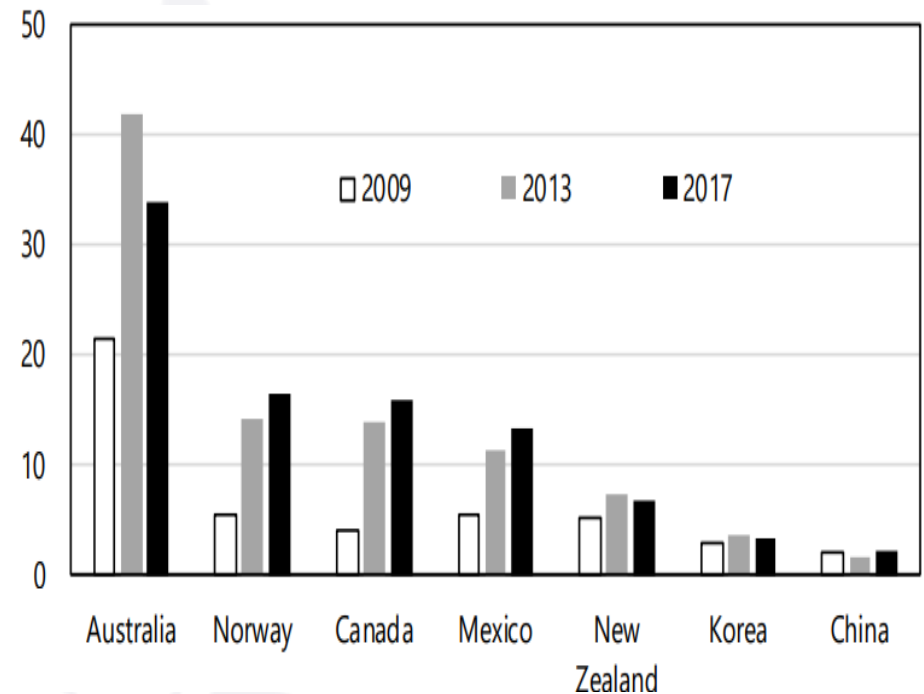


# Concentración de instituciones oficiales en bonos del Tesoro de los Estados Unidos y otros

Tenencias de instituciones oficiales extranjeras (% capitalización de mercado de cada activo)



Tenencias de instituciones oficiales extranjeras en bonos soberanos de otros países (% capitalización de mercado)



Fuente: US Treasury y Fondo Monetario Internacional. La composición cambiaria corresponde al % sobre las "Allocated reserves"

# ¿Posible impacto en estabilidad financiera global?

---

- 1.** La gestión de reservas pareciera ser menos procíclica que en la década pasada, a pesar de que su monto es muy superior ahora, está muy concentrado en pocos jugadores, tiene peso muy alto en algunos mercados y se ha tomado más riesgo.
- 2.** La alta participación de los Bancos Centrales en el mercado de deuda pública de Estados Unidos podría ser, en algunos escenarios, fuente de alta volatilidad.
- 3.** En algunos mercados de deuda pública de divisas “no tradicionales” el comportamiento de los Bancos Centrales podría exacerbar volatilidad o crisis, dependiendo de los fundamentales y profundidad de mercados de cada país.

# ¿Qué esperar en el entorno actual de inversión?

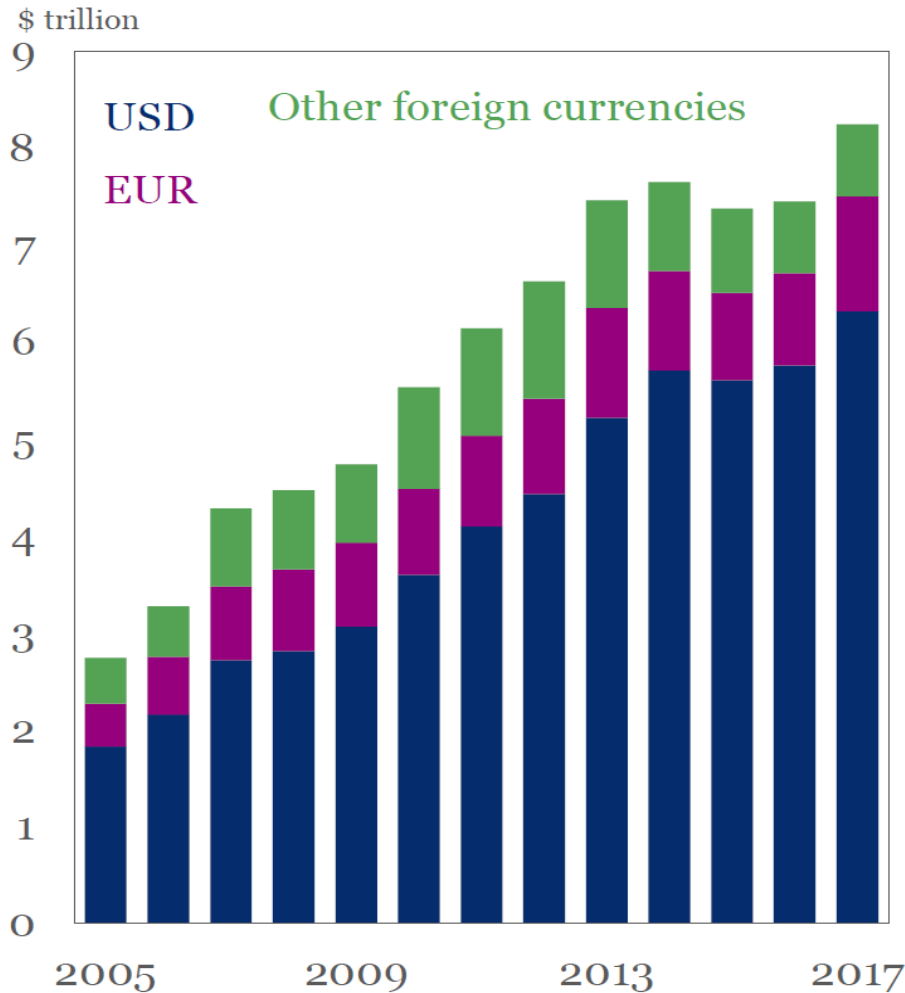
---

**1.** El entorno de mercado presenta varios retos para las inversiones:

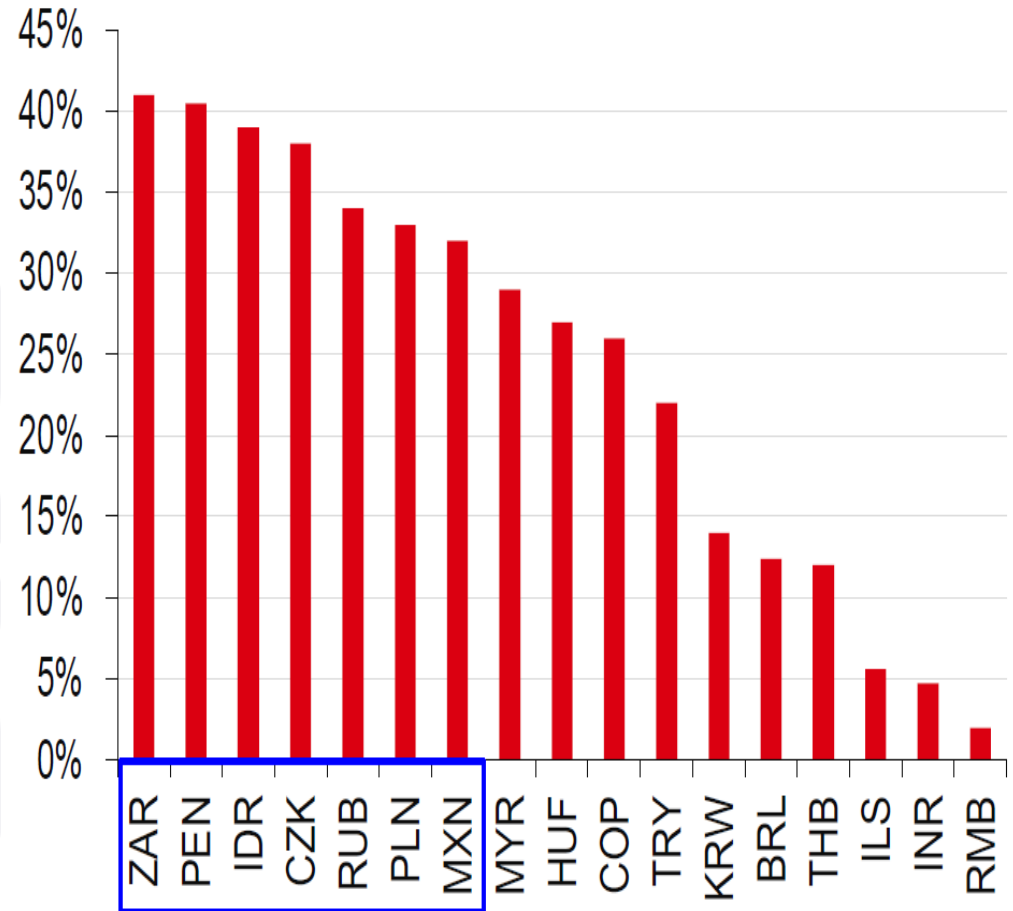
- Las tasas externas seguirán subiendo
- Mercados de activos se encuentran probablemente sobrevalorados
- Riesgos geopolíticos
- Mayor volatilidad de los mercados

**2.** Las economías emergentes podrían tener que enfrentar episodios de alta volatilidad, en parte por el aumento del endeudamiento externo y la fuerte participación de los extranjeros en los mercados de deuda locales. Esto podría exigir fuerte desacumulación de reservas

## Deuda de emisores públicos y privados de países emergentes denominada en moneda extranjera



## Participación de extranjeros en deuda de mercados emergentes en moneda local



Fuente: IIF Global debt monitor y HSBC

# Implicaciones sobre la inversión de reservas

---

## 1. Mantener exposición baja en duración y mayor liquidez:

- Reducir sensibilidad a tasas
- Mayor disponibilidad de recursos para intervenir

## 2. Tener enfoque de diversificación más cauto:

- ¿Mayor uso de gestores externos para mejorar la selección de inversiones?.
- Tener exposiciones más granulares.
  - Ejemplo: uso de ETF's de Corporativos y ABS en proporción moderada.
  - Diversificación cambiaria. Mayor peso a RMB en la medida que continúe apertura de capitales en China.

# Caso FLAR

1. Objetivo inversión: preservación capital nominal en horizonte de 3 años.

2. Revisión 2018:

- Baja duración (0,8 años) - 80% en mercado monetario.
- Diversificación:
  - Exposición moderada a MBS y Corporativos – posibilidad de usar ETF.
  - Inclusión de nuevas divisas elegibles para manejo activo: (CNY/CHN+SGD+HKD+KRW)

Índice de referencia FLAR  
mayo 31 de 2018

