

LA GESTIÓN DE LOS ACTIVOS DE UN BANCO CENTRAL

1 Los activos financieros en un banco central.

Si nos fijamos en el balance simplificado de un banco central encontramos tres grupos de activos que son gestionables: oro, activos en moneda extranjera y activos en moneda nacional (que en el caso del Banco de España son valores de renta fija en euros).

EJEMPLO DE BALANCE RESUMIDO

ACTIVO	PASIVO
Oro 5%	Billetes en circulación 55%
Activos en moneda extranjera 10%	
Valores en euros 51%	
Préstamos a entidades de crédito 34%	
	Depósitos de las entidades de crédito 17%
	Depósitos de las Administraciones Públicas 18%
	Resto 10%

Las demás partidas no son gestionadas activamente por el banco central:

- los préstamos y los depósitos de entidades de crédito dependen de las necesidades de liquidez de las entidades (aunque ésta tiene que ver con la política de tipos de interés del Eurosistema),
- la cifra de billetes en circulación está en función de la demanda del público,
- los depósitos de las Administraciones públicas dependerán de cómo tengan éstas su situación de tesorería.

Por ello la principal fuente de generación de beneficios, en un banco central son los que se obtienen de los activos gestionables, que representan un 66% del Activo. Suponen una fuente importante de ganancias, si se gestionan bien, pero también lo podrían ser de pérdidas.

2 Las características de los activos financieros

¿Cuáles son los pilares fundamentales de la gestión de los activos? Hay que tener en cuenta tres características muy importantes:

- Seguridad, es decir, recuperación del capital invertido al vencimiento, así como el cobro de sus intereses periódicos.
- Liquidez, o posibilidad de vender los activos en los que hayamos invertido y recuperar el dinero efectivo en el momento que se necesite,
- Rentabilidad, o remuneración de nuestra inversión.

Normalmente no pueden conseguirse las tres cosas a la vez: un activo muy seguro, no dará mucha rentabilidad. Si da mucha rentabilidad o no es muy seguro o no es muy líquido.

3 La gestión de los activos financieros en un banco central.

Las funciones y responsabilidades de un banco central suponen que la seguridad y la liquidez priman sobre la rentabilidad.

Una vez que se señalan unos requisitos mínimos de seguridad y liquidez, se diseña una cartera, seleccionando divisas e instrumentos, para tratar de maximizar su rentabilidad. Como, en general, para conseguir mayor rentabilidad hay que asumir mayor riesgo es importante determinar bien qué riesgo se quiere asumir, aunque sea en perjuicio de la rentabilidad.

Suele ser el máximo Órgano de Gobierno (la Comisión Ejecutiva en el caso del Banco de España) quien decide cual es ese riesgo, es decir, la proporción adecuada entre oro, activos en moneda nacional y activos en moneda extranjera (Reservas). Dentro de estos fijarán en qué monedas se va a invertir: (dólares americanos, yenes japoneses, libras esterlinas,...), así como en qué clase de activos, y a qué vencimientos...

4 ¿Cómo se opera?

Una vez que el máximo órgano de gobierno ha decidido las líneas generales de actuación se establecen unas carteras teóricas de referencia (proporciones de las distintas clases de instrumentos y plazos), que sirven para fijar los objetivos de la gestión, y para servir de comparación con la gestión activa.

Un equipo de gestores compra y vende activos, pudiendo tomar posiciones distintas a las de la cartera de referencia para mejorar la gestión, pero siempre dentro de los límites marcados por los Órganos de Gobierno. Para ello valoran el riesgo adicional que toman y la rentabilidad adicional que esperan obtener tratando de encontrar la mejor relación rentabilidad-riesgo para las inversiones. Estas dos variables se mueven en el mismo sentido: para conseguir mayor rentabilidad hay que asumir mayor riesgo.

5 Las variables que hay que considerar:

5.1 El riesgo.

¿Qué entendemos por riesgo? ¿Se puede perder parte del capital invertido en una cartera de renta fija? Pues sí, aunque resulte extraño.

Podemos hablar a grandes rasgos de tres tipos de riesgo:

a) Riesgo de crédito, es decir, la posibilidad de que el emisor tenga problemas financieros y no devuelva al vencimiento el capital, o los intereses. El apetito de riesgo de crédito de un banco central es muy pequeño, y por tanto tiene poco peso en las carteras de gestión.

b) Riesgo de tipo de interés. Cuando se invierte en valores a un plazo determinado, no quiere decir que haya que esperar al vencimiento de ese plazo para recuperar el capital; puede existir la necesidad de vender antes los valores. Por ello cada día se valoran los activos a su precio de mercado, como si hubiera que vender todo en ese momento. La comparación entre los precios de compra y los precios a los que se valora cada día determinará el resultado de la gestión, es decir la ganancia o pérdida acumulada. Este riesgo es mucho más frecuente en los bancos centrales. Porque además cuando las inversiones son importantes suelen diversificarse a lo largo del tiempo, unas para que venzan en un mes, otras en seis meses, un año, dos años, cinco años.... Y cuanto más largo sea el plazo de la inversión, mayor será el rendimiento, ya que renunciamos a nuestro dinero por más tiempo. Pero también estamos asumiendo mayor riesgo: una inversión a largo plazo hecha a un tipo de interés bajo vale menos que si está a punto de llegar a su vencimiento. En esta última, falta poco para reinvertir a una rentabilidad más alta. ¿Cómo podemos valorar este riesgo? A través del concepto de duración de un bono o una cartera

Y, ¿qué es la duración? Veamos algunos ejemplos

Si tenemos un bono a 1 año con un único pago al vencimiento, sabemos cual es la vida de nuestra inversión: 1 año. Pero en el caso de bonos con pago de intereses (cupones) periódicos, por ejemplo, cada 6 meses, resulta más difícil saber cuál es la vida media de dicha inversión. Y

más difícil aún si tenemos un conjunto de bonos formando una cartera. Para poder medir cómo se comportan estas inversiones ante una subida o bajada de tipos de interés, tomamos todos los flujos de caja de una cartera y calculamos una especie de “vencimiento medio ponderado” de forma que el número resultante nos diga cuanto se gana o se pierde en la cartera por punto de variación en el tipo de interés. Ese número es la duración de la cartera. Si nosotros tenemos una inversión con duración 5 y los tipos suben un 1%, los precios de los activos bajarán $5 \times (1\%) = 5\%$. Es una medida muy intuitiva con la que es fácil medir el riesgo.

c) Riesgo de tipo de cambio: Cuando hacemos inversiones en monedas distintas de la nuestra sabemos cuál es el precio que tenemos que pagar para adquirir la divisa, pero no sabemos cuánto valdrá esa divisa el día que queramos volver a nuestra moneda. Ese es el riesgo de tipo de cambio. Para los bancos centrales es un riesgo muy importante ya que las fluctuaciones en las cotizaciones de las monedas son muy fuertes. El euro se apreció un 66% entre su mínimo del año 2000 (0,8272) y su máximo del año 2004. (1,3637)

5.2 La rentabilidad.

Hay que tener en cuenta, además, la relación inversa entre precio de un activo de renta fija y su rentabilidad.

Supongamos que compramos un activo y lo vamos a mantener en cartera hasta su vencimiento, fecha en la que nos devolverán el 100% de la inversión, más los intereses acordados. ¿Cómo valoramos la rentabilidad de esta inversión? Pues, cuanto menos paguemos al inicio, parece claro que más ganancia tendremos. Es decir, que para un determinado plazo, cuánto **menor** sea el **precio**, más rentable nos saldrá esta inversión, es decir, **mayor** será su **rentabilidad**. Esta relación inversa precio-rentabilidad es muy importante tenerla en cuenta, ya que, según las expectativas que tengamos sobre los tipos de interés decidiremos invertir a plazo más corto o más largo, teniendo en cuenta el efecto multiplicador de la duración. Si esperamos que los tipos de interés de la moneda en la que tenemos nuestra cartera van a subir, intentaremos tener nuestras inversiones en plazos más cortos, ya que sabemos que, ante la subida de tipos de interés nuestros Activos valdrán menos (su precio bajará).

Por ejemplo, si tomamos una inversión a un año con un cupón fijo anual del 3%, la rentabilidad de la inversión dependerá del precio que paguemos. Si pagamos un precio de 100, la rentabilidad será la del cupón, es decir el 3%. Pero si pagamos un precio distinto de 100, la rentabilidad será distinta. A continuación vemos una tabla de equivalencia de precios y rentabilidades, donde podemos comprobar la relación inversa de que hablábamos antes:

Rentabilidad	Precio
1,5	101.474
2.0	100.977
2.5	100.486
3	100
3.5	99.518
4	99.04

Si poco después de hecha la inversión los tipos de interés pasan del 3 al 2%, la inversión valdrá casi un 1% más. La inversión de 100 se habrá convertido en 100,977 (más los intereses por los días transcurridos). Como podemos ver, para hacer una buena gestión de los Activos tendremos que tener en cuenta muchos factores. Y acertar no es fácil.