



BOLETIN INFORMATIVO

Nº 90

AÑO 7

NOVIEMBRE 2000

Editorial

ACERCA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DE ORO DEL BCB

El objeto principal de este Boletín es informar a la opinión pública acerca de los principales aspectos de administración e inversión de las reservas de oro por parte del Banco Central de Bolivia (BCB) desde 1997 hasta fines de 2000. Asimismo, plantea la posibilidad de ciertas tendencias negativas en cuanto al precio internacional del metal precioso y espera que estas consideraciones contribuyan a generar un sano debate en la opinión pública acerca de las posibles acciones que deba adoptar el Banco Central de Bolivia a futuro.

A fines de la gestión 1997 el Directorio del Banco Central de Bolivia dio un paso trascendental en la administración de las reservas de oro, al autorizar la inversión de 27,3 toneladas netas depositadas en bóvedas, así como los servicios complementarios de transporte, seguro, refinación y certificación de calidad.

Para llevar adelante la inversión del precioso metal, se diseñó un cronograma de 15 inversiones en depósitos a cuatro meses plazo, de hasta dos y media toneladas de oro cada uno, en forma escalonada para mantener al menos el 50% del oro en bóvedas del Instituto Emisor. Los depósitos fueron invertidos mediante subastas competitivas, tomando como criterio de adjudicación la tasa neta de interés ofertada por entidades financieras de reconocido prestigio internacional las cuales asumieron, por cuenta propia, los gastos de transporte, seguro, refinación y certificación. Al vencimiento de los depósitos a plazo, las ocho primeras inversiones fueron retornadas a bóvedas del Banco Central de Bolivia y las siete restantes fueron nuevamente constituidas, también en depósitos a cuatro meses plazo en el exterior. La última de estas 15 inversiones tuvo como vencimiento el mes de diciembre de 1998.

En el segundo semestre de la gestión 1999, el Directorio del Banco Central de Bolivia autorizó la inversión en el exterior del oro en barras depositado en la bóveda del Instituto Emisor, proceso que culminó en el mes de diciembre del mismo año.

Al 30 de noviembre de 2000, la tenencia total del oro del BCB asciende a 29,2 toneladas, de las cuales 28,34 toneladas están depositadas en el exterior (97%) y 0,86 toneladas en monedas de oro se encuentran en bóveda del BCB (3%).

La certificación permitió revalorizar contablemente las reservas del metal amarillo del Banco Central de Bolivia. De un monto de 39,6 millones de dólares estadounidenses, valuadas a fines de 1997, pasaron a un valor de mercado de 256,9 millones de la misma unidad monetaria a fines de 1998. Al cierre de 2000 tienen un valor de alrededor de 250 millones de dólares, registrándose una caída de casi siete millones de dólares de Estados Unidos de Norteamérica en los últimos dos años por el descenso en el precio internacional del oro.

En los tres años recientes los depósitos de oro han generado intereses acumulados por un valor superior a seis millones de dólares. Estos intereses han contribuido a compensar gran parte de la pérdida de valor que han tenido las reservas de oro ante la declinación de su precio internacional en los dos últimos años.

Sin embargo, son motivo de preocupación para el Banco Central de Bolivia la continua tendencia hacia la baja del precio internacional del metal amarillo, la significativa disparidad entre el rendimiento del metal amarillo (1% anual o menos) y el de los activos monetarios (alrededor de 6% anual), así como la pérdida, cada vez en mayor medida, de su rol de activo de refugio en los países industrializados. En la actualidad el oro del Banco Central de Bolivia representa alrededor del 25% del valor global de sus reservas internacionales netas. Esta es una proporción elevada si se compara con las tenencias que mantienen otros países de la región que, generalmente, optaron por reducir de manera significativa la participación del oro en sus reservas, principalmente ante la incertidumbre que existe en cuanto a la futura evolución del precio de este activo y su rendimiento.

INDICADORES ECONÓMICOS

	Nov.99	Nov.00		Nov. 99	Nov. 00
INFLACIÓN (Acumulada en el año)	2,53%	3,18 %	TASAS INT. NOM. ACT. (180 días-Prom.mes)(M/E)(2)	13,66%	12,95%
TIPO CAMBIO VEN. (Fin Perio.)(Bs x 1 \$us.)	5,98	6,36	TASAS INT. NOM. PAS. (180 días-Prom.mes)(M/E)(2)	8,91%	7,29%
RES. INTER. NETAS (Mill. de \$us.)	984,66	982,30	TASAS DE REPORTOS BCB (M/N) (3)	12,50%	10,25%
FONDO RAL (Mill. De \$us)	337,68	332,07	TASAS DE REPORTOS BCB (M/E) (3)	8,09%	7,50%
EMISIÓN MONETARIA (Saldo en Mill. Bs)	1.944,67	1.901,57	TASA LIBOR (a 6 meses)	6,05%	6,68%
M3 (Mill. Bs) (1)	25.976,90	26.066,46			

(1) Corresponde al sistema financiero; (2) Promedios mensuales ponderados por el monto efectivo de operaciones realizadas; (3) Tasa de mesa.

INVERSIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DE ORO DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

I. ANTECEDENTES

La Ley de la República N° 1670 de 31 de octubre de 1995, en su capítulo II referido a las funciones del Banco Central de Bolivia con relación a las reservas internacionales, artículos 14 al 18, dispone que el oro físico forma parte de las reservas internacionales y que el Ente Emisor puede invertir y depositar el oro de la manera que considere más apropiada.

Hacia fines de 1996, el BCB contaba con tres clases de activos de oro:

- i) Aproximadamente una tonelada de oro con certificación de calidad "London Good Delivery Bar" (oro de buena entrega), que desde 1940 se encontraba depositada en las bóvedas del Banco de la Reserva Federal en Nueva York (Estados Unidos) y que a partir de 1996 fue invertida en el exterior en depósitos a plazo fijo en instituciones financieras internacionales de reconocido prestigio;
- ii) 0,9 toneladas (881 Kilos) en bóvedas del Banco Central de Bolivia, en la forma de monedas y medallas; y
- iii) 27,3 toneladas netas en barras de oro depositadas en bóvedas del BCB, con las siguientes características:

**CUADRO 1
CARACTERÍSTICAS**

N° de barras	2.751
Peso bruto	29,2 toneladas
% promedio de pureza	93,57%
Peso neto	27,3 toneladas

Fuente y elaboración : Banco Central de Bolivia

Estas barras fueron adquiridas en el país, principalmente en el período entre 1964 y 1988, y tenían distintos porcentajes de pureza, desde 43,9% hasta 98,4%, a un promedio de 93,57%. Al no contar con la certificación de calidad, estas barras no estaban en condiciones de ser invertidas en los mercados internacionales.

La certificación de calidad únicamente la otorgan las refineras autorizadas por el London Bullion Market Association (LBMA), organismo que regula las actividades y operaciones de oro en el mercado internacional. Para lograr esta condición el oro tendría que ser transportado a una refinería autorizada por el LBMA y refinado para obtener una pureza de, por lo

menos, 99,5%, un peso en barras entre 350 y 450 onzas troy finas y el sello de la refinería.

En aplicación de lo dispuesto por la Ley 1670, el Directorio del BCB mediante Resolución N° 080/97 del 18 de febrero de 1997, aprobó el Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales, que incorpora un capítulo para la administración de las reservas en oro, artículos 18 al 29, en los que se establece lo siguiente:

- a) El BCB administrará en forma directa las inversiones en oro;
- b) El Directorio del BCB autorizará la refinación y transporte del oro;
- c) El Directorio del BCB establecerá el porcentaje máximo de las reservas en oro que serán invertidas en el exterior; y
- d) El oro será invertido en depósitos de hasta 6 meses plazo y/o en Swaps, en mercados con calificación Aaa y en instituciones financieras miembros del LBMA con una calificación de riesgo Aa3 o superior.¹

2. REFINACIÓN, CERTIFICACIÓN E INVERSIÓN DEL ORO.

La inversión de las barras de oro depositadas en bóvedas del BCB fue aprobada mediante Resolución de Directorio N° 156/97 de 14 de octubre de 1997, bajo los siguientes lineamientos principales:

- i) Un cronograma de 15 envíos, cada uno de hasta 2,5 toneladas de oro, con el objetivo de invertir el metal precioso en depósitos a cuatro meses plazo que incluya los servicios complementarios de transporte, refinación y certificación del oro. Los envíos se hacen en forma escalonada para mantener al menos el 50% del oro en las bóvedas del BCB.
- ii) Los depósitos se efectúan a través de subastas competitivas, tomando como criterio de adjudicación la tasa neta de interés ofertada por entidades financieras de reconocido prestigio internacional que asumen, por cuenta propia, los gastos de transporte, seguro, refinación y certificación. Estas entidades calculan la tasa neta de la siguiente forma: **primero**, los gastos de transporte, seguro, refinación y certificación de calidad son deducidos de los ingresos a ser generados por el depósito a cuatro meses.

Segundo, se divide dicho ingreso neto por el valor inicial del depósito, obteniendo de esta manera, la tasa neta de rendimiento de la inversión, que se convierte a una base anual.

- iii) *Cada inversión se asigna a la institución financiera internacional que oferte la más elevada tasa neta de depósito a plazo fijo, con la*

condición de que estas inversiones no sobrepasen el 10% del total de las tenencias de oro, en una entidad determinada.

Las 15 inversiones se realizaron bajo los lineamientos anteriores, previa suscripción de un contrato para cada operación. Las instituciones que participaron en las subastas fueron las siguientes:

**CUADRO 2
INSTITUCIONES PARTICIPANTES EN LAS SUBASTAS**

INSTITUCIÓN	PLAZA	CALIFICACIÓN SEGÚN MOODY'S
Swiss Bank Corporation	Zurich	Aa1
Deutsche Bank	Nueva York	Aa1
Republic National Bank of New York	Londres	Aa1
UBS	Nueva York	Aa1
Midland Bank PLC	Londres	Aa2
Morgan Guaranty Trust	Londres	Aa2
Credit Suisse	Zurich	Aa3
Societe Generale	Nueva York	Aa3

Fuente y elaboración: Banco Central de Bolivia

Mediante comunicado de prensa difundido en periódicos de circulación nacional el 12 de diciembre de 1997, el Banco Central de Bolivia anunció al público el inicio de estas operaciones. Entre el 15 de diciembre de 1997 y el 24 de agosto de 1998 fueron entregados los 15 lotes de oro a las instituciones financieras adjudicadas. Desde su entrega en bóvedas del Instituto Emisor, el metal amarillo quedaba bajo absoluta responsabilidad y cobertura de todo riesgo por parte de la institución financiera. Dichas inversiones han mantenido en todo momento inmunidad soberana.

Cada uno de los 15 lotes fue trasladado a una refinería autorizada por el London Bullion Market Association escogida por la institución financiera adjudicada y, en presencia de un representante del Banco Central de Bolivia, se procedió a la tarea de pesar cada lote y a verificar los resultados emergentes del correspondiente proceso de refinación.

Los resultados finales del proceso de refinación determinaron un peso total refinado de 878.928,15 onzas troy finas (27.338 kilos), mayor en 606,34 onzas troy finas (19 kilos) a los registros contables que mantenía el Banco Central de Bolivia antes de la refinación. En consecuencia, se obtuvo un valor adicional del oro de 179.596,80 dólares estadounidenses.

De acuerdo a las condiciones establecidas en los contratos, en las fechas de vencimiento de los depósitos a plazo, las ocho primeras inversiones fueron retornadas a bóvedas del Instituto Emisor y las siete restantes fueron nuevamente constituidas en depósitos a plazo en el exterior. El Banco Central de Bolivia recibió en sus bóvedas los ocho primeros lotes en las siguientes fechas: 15 de abril; 12 y 23 de mayo; 1º, 8 y 12 de junio; 1º de julio; y 20 de agosto de 1998, respectivamente.

En consecuencia, desde el 20 de agosto de 1998 se tenía depositado en las bóvedas del Banco Central de Bolivia, oro en calidad "London Good Delivery Bar (LGDB)", de

acuerdo a ciertas características que a continuación se detallan:

**CUADRO 3
ORO (LGDB) EN EL BCB
AL 20/VIII/1998**

Nº de barras	1.142
Peso neto del oro en barras	457.628,85 OTF, ó 14.233,85 Kilos

Fuente y elaboración: BCB

En el período entre septiembre y diciembre de 1998, los restantes siete lotes de oro, con peso neto total de 13,1 toneladas, fueron retornados al Banco Central de Bolivia a su vencimiento. Días antes de cada vencimiento, el Instituto Emisor efectuaba una nueva subasta competitiva del depósito, de hasta seis meses plazo, e instruí a la entidad financiera depositaria que, a la fecha de su vencimiento, acreditara el oro a nombre del BCB en la entidad que hubiera resultado adjudicada con el nuevo depósito de oro.

Incluida la tonelada de oro invertida en el exterior desde 1996, las tenencias totales de oro del Banco Central de Bolivia al 31 de diciembre del año 1998 eran las siguientes:

**CUADRO 4
TENENCIAS TOTALES DE ORO
AL 31/XII/1998**

Detalle	Nº de barras o monedas	Peso Neto (Kilos)	Distribución (%)
Barras en bóveda BCB	1.142	14.234	48,7%
Monedas	137.109	881	3,0%
Total en bóveda		15.115	51,7%
Oro en el exterior		14.104	48,3%
Total		29.219	100,0%

Fuente y elaboración: BCB

La culminación del proceso de inversión para la refinación y certificación del oro en barras, ha permitido al Banco Central de Bolivia tener el 97% del oro en calidad de "London Good Delivery Bar", generar ingresos por la porción del oro invertida en el exterior y valorar sus tenencias de oro a precios de mercado, con el consiguiente efecto favorable en el nivel de las reservas internacionales del Ente Emisor.

Con el objeto de acrecentar el rendimiento de las reservas, en el segundo semestre de 1999, el Directorio del BCB aprobó la inversión en el exterior del oro en barras depositado en la bóveda del BCB que alcanzaba a 14,2 toneladas.

Siguiendo procedimientos similares a los de los 15 primeros envíos, mediante subastas competitivas se constituyeron seis depósitos de oro a plazo fijo, adjudicando cada operación a la entidad financiera que ofertara la más alta tasa neta de interés, deducidos los costos de seguro y transporte del oro.

Entre el 26 de julio y el 29 de noviembre de 1999 se entregaron en bóveda los seis lotes de oro a las entidades financieras adjudicadas (Bank Nova Scotia, Midland Bank y Morgan Guaranty Trust). Al vencimiento de estos depósitos, entre octubre de 1999 y mayo de 2000, fueron retornados al BCB en el exterior los seis lotes, los mismos que fueron inmediatamente reinvertidos en depósitos a plazo fijo.

La tenencia del oro al 30/XI/2000 es la siguiente:

**CUADRO 5
TENENCIA DEL ORO
AL 30/XI/2000**

Detalle	Peso (Kilos) ²	Porcentaje
Monedas en bóveda BCB	865	3,0%
Oro en el exterior	28.338	97,0%
Total	29.203	100,0%

Fuente y elaboración: BCB

Con el incremento del volumen de oro invertido en el exterior, el BCB ha generado ingresos adicionales por ese concepto. De un monto de \$us1 millón en el año 1998, los intereses del oro subieron a \$us2,2 millones en 1999 y en el año 2000 se obtendrá alrededor de \$us3 millones. Sin embargo, esta última cifra, que refleja la inversión en el exterior de prácticamente la totalidad de las tenencias de oro del BCB, podría verse disminuida a futuro a raíz de posibles caídas tanto en las tasas de interés del oro como de su precio.

3. SITUACIÓN DEL MERCADO DEL ORO.

Desde principios de los años ochenta, el precio del oro ha experimentado una tendencia hacia la baja, resultado de un cambio en el rol del oro como activo internacional, que responde a la reducción de las expectativas inflacionarias en los países industrializados y al desarrollo de instrumentos financieros alternativos. En consecuencia, el oro ha disminuido notablemente su rol

como activo de reserva en los países industrializados, tanto frente a la inflación como ante situaciones de crisis. El siguiente cuadro muestra el precio promedio del oro (en \$us por onza troy fina) y sus variaciones en varios periodos:

**CUADRO 6
PRECIO PROMEDIO DEL ORO**

Años	1985-89	1990-94	1995-99	2000
Promedio	390	367	335	281
Mínimo	284	328	253	252
Máximo	500	424	416	326

Fuente y elaboración: BCB

En los últimos 10 años el precio del oro se ha mantenido en el rango de \$us 250 a \$us 425 la onza troy fina. El precio actual del oro (\$us 270) se encuentra muy cercano al nivel inferior. Los principales factores que influyen en el precio actual son las amplias operaciones de cobertura de las compañías productoras y las ventas de oro por parte de los bancos centrales de un gran número de países, tanto industrializados como en vías de desarrollo.

El precio del oro tendía a subir en periodos de crisis internacionales; como sucedió, por ejemplo, durante la crisis de la deuda externa de los años 80's. Sin embargo, durante la reciente crisis asiática su precio no aumentó, reflejando su debilitamiento como activo refugio.

Las tasas de interés por depósitos de oro a seis meses plazo en entidades financieras internacionales de primera línea tuvieron un promedio de 1,10% en los últimos 10 años. En la actualidad las tasas de interés por depósitos de oro a plazo en el mercado internacional ascienden a 0,7% anual, en tanto que en depósitos a plazo en dólares estadounidenses es 6% anual.

Ya se mencionó que en la última década muchos bancos centrales del mundo vendieron sus activos de oro. Los motivos principales para estas ventas son: preservar el valor de las reservas internacionales y posibilitar un rendimiento mayor a las mismas. En Europa los bancos centrales de Bélgica y los Países Bajos fueron los más activos en ventas. En Latinoamérica: Argentina, Chile y Uruguay vendieron prácticamente la totalidad de sus reservas de oro. En este contexto, debe subrayarse que Bolivia es el país latinoamericano cuyas reservas de oro representan el porcentaje más alto con relación a sus reservas internacionales netas (25%).

Las consideraciones sobre la continua tendencia hacia la baja del precio del oro, la significativa disparidad entre el rendimiento del oro (1% o menos) y el de los activos monetarios (alrededor de 6%), la pérdida, cada vez mayor, de su rol de activo de refugio, y el alto porcentaje de oro en nuestras reservas hacen que sea pertinente que el BCB analice y, eventualmente, adopte una nueva política con relación a las reservas de oro, frente a las nuevas circunstancias.

¹ En los últimos ochenta años no se ha presentado ningún caso de incumplimiento de obligaciones ("default") en las instituciones financieras con calificación de riesgo Aa3 o superior.

² La disminución del peso de monedas se debe a las ventas de las mismas, efectuadas por el BCB al público.