



# BOLETÍN INFORMATIVO

Nº 160 • año 14 • julio 2007

## EDITORIAL

### Las Reservas Internacionales del BCB

Las reservas internacionales son activos líquidos internacionalmente aceptados como medio de pago, sirven principalmente para atender las obligaciones externas del país, respaldar la política cambiaria del Banco Central, fortalecer la función de prestamista de última instancia y apoyar las calificaciones de riesgo crediticio del país.

En una economía como la boliviana, con un alto porcentaje de dolarización (70%) y un régimen de tipo de cambio administrado, las reservas internacionales son imprescindibles para sostener la política cambiaria y mantener la confianza en el sistema financiero.

En los últimos años, las reservas internacionales a nivel mundial tuvieron un significativo crecimiento, especialmente en los países asiáticos y en menor medida en los países en desarrollo. A junio de 2007 las reservas internacionales globales alcanzaron a USD 5.786 billones.

En el ámbito regional desde el 2003, hubo un crecimiento generalizado, siendo Bolivia, Paraguay, y Perú, los países que mantienen mayores niveles respecto al PIB.

Las reservas internacionales de Bolivia presentan una acumulación sostenida en los últimos dos años. En la gestión 2005 el crecimiento anual fue de 53% y en el 2006 del 85%, pasando de USD 1.714 millones al 31 de diciembre de 2005 a USD 3.178 millones al 31 de diciembre de 2006. En el periodo enero-septiembre de 2007, las reservas tuvieron un incremento de 49%, con un saldo al 30 de septiembre de USD 4.743 millones.

Por mandato de la Ley de la República Nº 1670 de 31 de octubre de 1995, el Banco Central de Bolivia debe velar por el fortalecimiento de las reservas internacionales, administrando las mismas pudiendo disponer, invertir, depositarlas en custodia, así como pignorarlas.

En cumplimiento a la mencionada Ley 1670, el BCB cuenta con un Reglamento para la Administración de las reservas internacionales y una Política Anual de Inversiones, que establecen las normas, estrategias, políticas, lineamientos y límites para la administración e inversión de las reservas, con estricto apego a los criterios de liquidez, preservación de capital, seguridad y rentabilidad.

Bajo este marco normativo la Gerencia de Operaciones Internacionales del BCB está gestionando e invirtiendo las

reservas internacionales, habiendo generado ingresos por USD 25 millones el año 2005, USD 90 millones el 2006 y USD 70 millones en el primer semestre de 2007.

Es importante subrayar que las reservas internacionales del BCB, que experimentaron en los últimos dos años un importante crecimiento, no son de libre disponibilidad. Un incremento en las reservas representa un incremento en el Activo Internacional, pero a su vez origina un incremento en una cuenta del Pasivo (Obligaciones con el sector público o con el sistema financiero).

Este inusitado incremento de las reservas internacionales, ha incorporado en los temas de discusión nacional el de la utilización de estas reservas para el desarrollo productivo, a partir de la determinación de un nivel adecuado o un nivel óptimo de reservas.

En el contexto internacional todavía no existen medidas de aplicación general para que los bancos centrales estimen un nivel adecuado de reservas u óptimo de reservas. Los principales factores que se analizan para este fin son los regímenes monetarios y cambiarios, el nivel, la naturaleza y variabilidad de la balanza de pagos y la posición externa. Las reservas deben ser suficientes para prevenir y mitigar crisis de origen interno o externo.

En los análisis realizados por el BCB se establece una mejora significativa en los ratios que se evalúan para determinar un nivel adecuado de reservas, sin embargo ante escenarios de Stress Test, en los cuales se simulan medidas extremas en la economía nacional, se requeriría mantener un nivel de reservas mayor al actual.

Los enfoques teóricos y empíricos desarrollados por los diferentes estudios referidos al cálculo del nivel óptimo de las reservas internacionales no han podido llegar a un consenso en cuanto a los modelos utilizados para su cálculo, por el hecho de que las condiciones macroeconómicas son dinámicas, por las características particulares de cada país y la coyuntura económica.

Los ejercicios realizados en el BCB muestran similares conclusiones a las del nivel adecuado de reservas.

En este contexto, el Banco Central de Bolivia continuará efectuando análisis sobre los distintos niveles de reservas y la posibilidad de una utilización de las reservas, precautelando sobre todo su mandato expresado en la Ley 1670.

#### INDICADORES ECONÓMICOS

	Jul. 06	Jul. 07		Jul. 06	Jul. 07
TIPO DE CAMBIO VENTA (Fin de Periodo)(Bs x 1 \$us)	8,06	7,87	INFLACIÓN (acumulada en el año)	2,63%	6,43%
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS BCB (Mill. \$us)	2.671,30	4.113,56	TASAS DE INTERÉS NOMINALES A 180 DÍAS ACTIVAS (M/E)(2)	8,26%	7,82%
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS RESTO SISTEMA FINANCIERO (Mill. \$us)	676,62	1.015,36	TASAS DE INTERÉS NOMINALES A 180 DÍAS PASIVAS (M/E)(2)	3,73%	3,50%
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS, CONSOLIDADAS (Mill. \$us)	3.347,92	5.128,92	TASAS DE REPORTOS BCB (M/N) (3)	5,25%	6,50%
EMISIÓN MONETARIA (Saldos en Mill. Bs)	6.677,42	9.924,41	TASAS DE REPORTOS BCB (M/E) (3)	7,25%	7,25%
M <sup>3</sup> (Mill. Bs) (1)	34.700,02	46.179,45	TASA LIBOR (a 6 meses)	5,55%	5,31%

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

## Las Reservas Internacionales del BCB

### 1. Definición y funciones principales de las reservas internacionales.

Las reservas internacionales son activos líquidos internacionalmente aceptados como medio de pago, constituidos generalmente en oro, divisas (billetes y monedas, depósitos a la vista, depósitos a plazo y títulos valor). Las reservas internacionales brutas (RIB), son la totalidad de los activos líquidos internacionales de un país, si a éstas se le resta las obligaciones de corto plazo, se obtienen las reservas internacionales netas (RIN).

Entre las principales funciones que cumplen las reservas internacionales, se destacan las siguientes:

- i) Atender las obligaciones externas del país.
- ii) Respalda la política cambiaria del Banco Central.
- iii) Fortalecer la función de prestamista de última instancia, coadyuvando a la estabilidad del sistema financiero.
- iv) Respalda las calificaciones de riesgo crediticio del país.

Como su nombre lo indica, las reservas sirven para cubrir obligaciones con el exterior y hacer frente a eventuales crisis financieras internas o shocks externos. En las economías altamente dolarizadas y con un régimen de tipo de cambio fijo o administrado, como es el caso boliviano, y ante escenarios de crisis, las reservas son imprescindibles para sostener la política cambiaria y mantener la confianza en el sistema financiero.

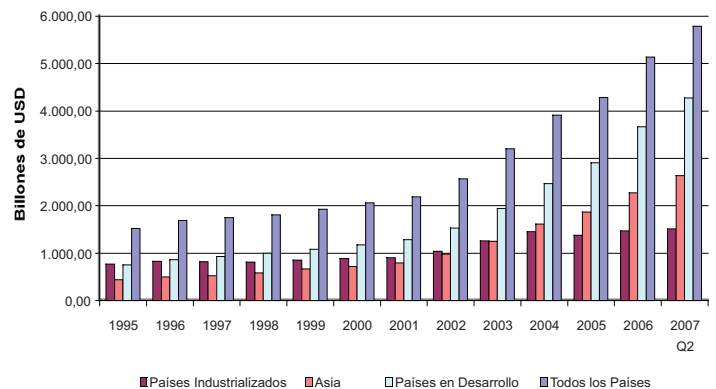
En economías con tipos de cambio flexibles, las reservas se utilizan para intervenir en el mercado de divisas con el propósito de apreciar o depreciar su moneda.

### 2. Evolución de las reservas internacionales en el mundo y en los países latinoamericanos

Las reservas internacionales a nivel mundial empezaron a incrementarse sostenidamente desde principios de los años noventa. El crecimiento significativo empezó a partir del año 2002 debido a los superávits de la cuenta corriente y flujos de capitales que originaron el incremento de reservas principalmente en los países asiáticos y en menor medida en los países en desarrollo.

A diferencia de los países asiáticos y de los países en desarrollo, los países industrializados incrementaron ligeramente sus niveles de reservas. A junio de 2007 las reservas internacionales globales alcanzaron a USD 5.7861 billones con un crecimiento anual durante el 2006 del 20%.

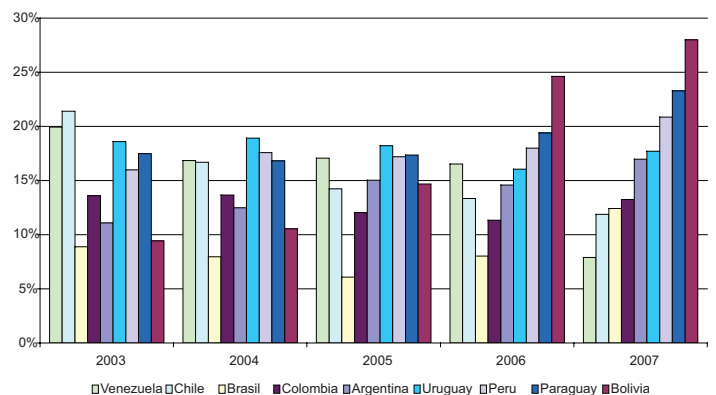
**Gráfico 1:**  
*Evolución de las Reservas Internacionales Totales*



Fuente: Bloomberg, BCB  
(1) Tipo de cambio oficial de venta

Este mismo comportamiento se puede observar en los países latinoamericanos con un crecimiento generalizado desde el 2003, siendo Bolivia, Paraguay, Perú, Uruguay y Argentina los países que mantienen mayores niveles respecto al PIB.

**Gráfico 2:**  
*Reservas Internacionales en términos del PIB para países de Latinoamérica*

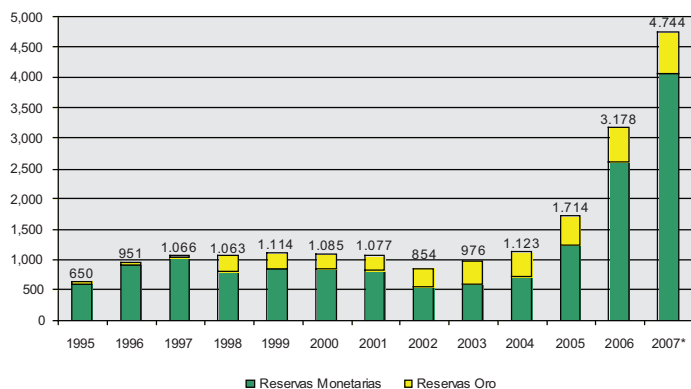


Los datos de 2007 corresponden al primer trimestre  
Fuente: Fondo Monetario Internacional

### 3. Evolución de las Reservas Internacionales de Bolivia

Las reservas internacionales de Bolivia siguieron las tendencias mundiales de crecimiento, con una acumulación sostenida en los últimos dos años. En la gestión 2005 el crecimiento anual fue de 53% y en el 2006 del 85%, pasando de USD 1.714 millones al 31 de diciembre de 2005 a USD 3.178 millones al 31 de diciembre de 2006. En el periodo enero-septiembre de 2007, las reservas tuvieron un incremento de 49%, con un saldo al 30 de septiembre de USD 4.744 millones.

**Gráfico 3:**  
**Evolución de las Reservas Internacionales del BCB**



Fuente: Banco Central de Bolivia

\* Datos al 30 de septiembre

#### 4. La administración de las Reservas Internacionales y su rentabilidad

Por mandato de la Ley de la República N° 1670 de 31 de octubre de 1995, el Banco Central de Bolivia debe velar por el fortalecimiento de las reservas internacionales, administrando las mismas pudiendo disponer, invertir, depositarlas en custodia, así como pignorarlas.

En cumplimiento a la mencionada Ley 1670, el BCB desde la gestión 1996 cuenta con un Reglamento para la Administración de las reservas internacionales y desde el 2001 con la Política Anual de Inversiones, las mismas que son actualizadas anualmente. Estas disposiciones aprobadas por el Directorio del BCB, establecen las normas, estrategias, políticas, lineamientos y límites para la administración e inversión de las reservas, con estricto apego a los criterios de liquidez, preservación de capital, seguridad y rentabilidad.

Bajo este marco normativo la Gerencia de Operaciones Internacionales del BCB está gestionando e invirtiendo las reservas internacionales, habiendo generado ingresos por USD 25 millones el año 2005, USD 90 millones el 2006 y USD 70 millones en el primer semestre de 2007.

La mayor parte de los ingresos son generados por el componente monetario de las reservas internacionales. Actualmente, las reservas de oro generan una baja rentabilidad, sin embargo por el incremento en su precio, al 30 de septiembre de 2007 el oro del BCB se valorizó en USD 97 millones en lo que va del año.

Las reservas monetarias representan el 86% del total de las reservas internacionales y están invertidas en dólares americanos<sup>2</sup>, en depósitos overnight, depósitos a plazo fijo y títulos valores gubernamentales y supranacionales.

Las reservas de oro actualmente constituyen el 14% del total de las reservas. Aunque las tenencias de oro se han mantenido sin ninguna variación en 28.3 toneladas desde 1998, su participación dentro del total se ha

reducido en los últimos años debido al incremento de las reservas monetarias.

**Cuadro 1**  
**COMPOSICIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES**  
**AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2007**  
**(Expresado en millones de Dólares Americanos)**

<b>RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES</b>	<b>4.067</b>	<b>86%</b>
CAPITAL DE TRABAJO	184	4%
CAPITAL DE INVERSIÓN	3.883	82%
<b>RESERVAS INTERNACIONALES EN ORO</b>	<b>677</b>	<b>14%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>4.744</b>	<b>100%</b>

#### 5. Las RIN y sus obligaciones

Las reservas internacionales que acumula un banco central no son de libre disponibilidad.

El principio contable de la *partida doble* menciona que un registro contable debe contener 2 asientos contables.

En el caso específico de un incremento en las reservas internacionales del BCB, el registro contable comprende un incremento en el Activo Internacional, pero a su vez un incremento en una cuenta del Pasivo (Obligaciones).

Por ejemplo un desembolso de deuda externa origina un incremento de las reservas (Activo) y simultáneamente un incremento en la cuenta de la entidad pública ejecutora, supongamos el Ministerio de Hacienda, lo que representa un incremento de las obligaciones del BCB.

De la misma manera, una transferencia de fondos en el exterior efectuada por una entidad financiera nacional a nombre de un cliente (remesas), acreditando una cuenta del BCB, genera un incremento de las reservas, y también un incremento de las obligaciones del BCB con la entidad financiera (Pasivo).

En consecuencia, gran parte del crecimiento de las reservas se dirigió, en su contracuenta, a incremento de los depósitos del sector público (Prefecturas, Alcaldías, Gobierno) y del sector financiero. Posteriormente, estos depósitos son liberados por los titulares de las cuentas, originando una considerable expansión de la emisión, que debe ser recogida de la circulación por el BCB a través de la venta de títulos (operaciones de mercado abierto) con un costo (la tasa de interés).

#### 6. Nivel adecuado y nivel óptimo de las reservas internacionales del BCB

El incremento sostenido de las reservas internacionales del BCB en los últimos dos años, ha incorporado en los temas de discusión nacional el de la utilización de estas reservas para el desarrollo productivo, a partir de la determinación de un nivel adecuado o un nivel óptimo de reservas.

<sup>2</sup> Las reservas están invertidas predominantemente en USD por que las obligaciones del país con el exterior y los depósitos bancarios son mayoritariamente en USD.

La acumulación de reservas internacionales mencionada en los puntos 2 y 3 ocasionó que surja la discusión para determinar el nivel adecuado de reservas o un nivel óptimo de reservas que permitan a los bancos centrales cumplir sus funciones.

De acuerdo a las Normas de Administración de Reservas Internacionales planteadas por el Fondo Monetario Internacional y otras instancias de discusión académicas, no existen medidas universalmente aplicables para estimar el nivel adecuado de reservas, sin embargo, los factores relevantes tradicionalmente incluyen los regímenes monetarios y cambiarios, el nivel, la naturaleza y variabilidad de la balanza de pagos y la posición externa. Las reservas deben ser suficientes para prevenir y mitigar crisis de origen interno o externo.

Los mercados internacionales observan con interés las características de cada país y los niveles que puedan presentar los ratios referidos a sus reservas internacionales.

En el caso boliviano, estos indicadores han mejorado en los últimos años como se muestra en el siguiente cuadro:

Gestión	R/M'2	R/DME	R/DEPC	R/IM	R/SDE
2000	0.55	0.29	0.92	0.59	4.04
2001	0.48	0.30	0.82	0.63	4.32
2002	0.41	0.27	0.52	0.47	3.31
2003	0.42	0.31	0.66	0.58	3.58
2004	0.56	0.39	0.78	0.60	3.92
2005	0.70	0.57	3.20	0.73	4.66
2006	1.00	1.02	6.21	1.13	9.77
2007(1)	1.06	1.44	6.39	2.52	19.88

Fuente: Banco Central de Bolivia  
R=Reservas Internacionales Netas; M'2=Agregado Monetario;  
DME=Depósitos en moneda extranjera del sistema bancario;  
IM=Importaciones; SDE=Servicio de Deuda Externa Pública  
DEPC= Deuda Externa de Corto Plazo.  
(1) Datos preliminares para segundo trimestre 2007.

A pesar de la mejora significativa en los ratios que se evalúan para determinar el nivel adecuado de reservas, las conclusiones deben ser bastantes cuidadosas en función a las características de la economía boliviana, todavía altamente dolarizada y con un tipo de cambio administrado, y a los efectos de una eventual crisis de larga duración proveniente tanto de shocks internos como externos, que no puedan ser cubiertos en su totalidad por estos niveles.

Con ejercicios de Stress Test, en los cuales se simulan medidas extremas en la economía nacional bajo las cuales las reservas internacionales se utilicen para cubrir el servicio de la deuda externa pública y privada de mediano y largo plazo a efectuarse hasta dentro de un año, la deuda externa privada de corto plazo, 8 meses de importación, el equivalente de los depósitos en moneda extranjera y con mantenimiento de valor que se mantienen en el sistema financiero y el agregado monetario M2, se requeriría mantener un nivel mínimo de reservas de USD 8,906 millones.

Si al nivel total de Reservas Internacionales se excluye el oro, el nivel efectivo de reservas al 30 de septiembre asciende a USD 4,067 millones, que estaría aproximadamente USD 4,839 millones por debajo del nivel adecuado calculado. En un escenario menos conservador que el anterior, se debería alcanzar un nivel de USD 7.209 millones.

El enfoque del *nivel óptimo* de reservas contempla el costo de oportunidad entre las alternativas de inversión, el costo para la economía de quedarse sin ese nivel de reservas, y los beneficios de mantener un determinado acervo de reservas internacionales.

La preocupación respecto a situaciones de incertidumbre se agudizó en el contexto de la globalización financiera que estuvo acompañada por frecuentes y costosas crisis. Desde la crisis de deuda de 1982, la de México en 1995, este Asiático en 1997, Rusia en 1998, Turquía en 1994 y 2001, Brasil en 1999, y Argentina en 2002.

A raíz de estas crisis las autoridades monetarias tuvieron una tendencia a optar por estrategias preventivas, especialmente respecto a la acumulación de las reservas internacionales.

Sin embargo, la acumulación de reservas implica comprometer los recursos del país, por lo que podría considerarse que a partir de un determinado nivel, puede resultar excesiva y prestarse a una ineficiente asignación de recursos.

Los enfoques teóricos y empíricos desarrollados por los diferentes estudios referidos al cálculo del nivel óptimo de las reservas internacionales no han podido llegar a un consenso en cuanto a los modelos utilizados para su cálculo, por el hecho de que las condiciones macroeconómicas son dinámicas, por las características particulares de cada país y la coyuntura económica.

El BCB ha elaborado un ejercicio en el que se calcula la probabilidad de ocurrencia de una crisis cambiaria en Bolivia y su valor, y el costo de oportunidad de las reservas internacionales.

Los resultados obtenidos indican, por ejemplo, para el primer semestre de 2007 bajo una crisis cambiaria que suponga un costo de crisis de 7.7% del PIB, el nivel de reservas internacionales óptimo debería ascender a USD 7,752 millones, lo cual está USD 3,685 millones por encima del nivel efectivo cuya suma asciende a USD 4,067 millones. El 7.7% es un estándar internacional resultado del costo de las crisis en países emergentes.

En este contexto, el Banco Central de Bolivia continuará efectuando análisis sobre los distintos niveles de reservas y la posibilidad de una utilización de las reservas, precautelando sobre todo su mandato.