

PARTE V

## **ACTIVOS Y PASIVOS INTERNACIONALES DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA**

1. Evolución de las reservas internacionales
2. Administración de las reservas internacionales del BCB
3. Deuda externa de mediano y largo plazo del BCB
4. Aportes a organismos internacionales
5. Operaciones con el Convenio ALADI

1928



# 1

## EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Al 31 de diciembre 2005 las reservas internacionales brutas del BCB alcanzaron \$us1.798,3 millones y las reservas internacionales netas \$us1.714,1 millones. Con relación a 2004, las RIN experimentaron un notable incremento de \$us590,8 millones (52,6%), que estuvo asociado al buen desempeño de la cuenta corriente de la balanza de pagos y a modificaciones importantes en la política cambiaria del BCB.

El componente divisas aumentó \$us459,4 millones, en particular en el rubro de depósitos a plazo (\$us305,6 millones). Las reservas en oro aumentaron \$us71,2 millones debido a la favorable evolución del precio internacional de ese metal. Disminuyeron las obligaciones con el FMI (\$us62 millones) por el pago de servicio correspondiente a los Acuerdos *Stand By* y PRGF (Servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza, Cuadro 5.1).

CUADRO 5.1

## RESERVAS INTERNACIONALES NETAS: 2004 - 2005

(En millones de dólares)

Detalle	Saldos a fines de		Variación	
	2004	2005	Absoluta	%
<b>I) Reservas brutas</b>	<b>1.271,7</b>	<b>1.798,3</b>	<b>526,6</b>	<b>41,4</b>
Divisas	817,3	1.276,6	459,4	56,2
Billetes <sup>1/</sup>	59,0	137,7	78,7	133,5
Depósitos vista	26,8	2,4	-24,4	-91,0
Depósitos a plazo <sup>2/</sup>	85,3	390,9	305,6	358,2
Títulos extranjeros	646,2	745,6	99,4	15,4
Oro <sup>3/</sup>	399,4	470,6	71,2	17,8
DEG	41,3	38,4	-2,9	-6,9
Tramo de reservas con el FMI	13,7	12,7	-1,1	-7,7
<b>II) Obligaciones</b>	<b>148,4</b>	<b>84,2</b>	<b>-64,2</b>	<b>-43,3</b>
FMI	307,0	245,0	-62,0	-20,2
FLAR	-160,1	-161,1	-1,0	0,6
Convenio de credito recíproco ALADI	1,5	0,4	-1,2	-76,7
<b>III) Reservas internacionales netas (I - II)</b>	<b>1.123,3</b>	<b>1.714,1</b>	<b>590,8</b>	<b>52,6</b>

FUENTE: Banco Central de Bolivia - Gerencia de Operaciones Internacionales.

ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Internacionales.

NOTAS:

<sup>1/</sup> Incluye Fondos en Custodia en Bancos.<sup>2/</sup> Incluye depósitos *overnight*.<sup>3/</sup> No incluye monedas de oro.



## LA COBERTURA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DEL BCB

Las reservas internacionales del BCB son activos líquidos cuya función principal es servir de respaldo al sistema de pagos interno y externo. La finalidad de las reservas internacionales es esencialmente precautoria, para reducir las vulnerabilidades de la economía y mitigar los efectos de *shocks* adversos.

En una economía altamente dolarizada como la boliviana, las reservas internacionales del BCB son además un respaldo para el sistema financiero. En situaciones de incertidumbre acompañadas de retiro de depósitos, el BCB podría utilizar las mismas de forma temporal y cumplir adecuadamente su rol asignado de prestamista de última instancia. De igual forma, pueden servir para moderar las fluctuaciones del tipo de cambio que podrían afectar al sector transable y al sistema financiero.

De acuerdo con la Ley 1670, el BCB está encargado de la administración y manejo de las Reservas internacionales en función del cumplimiento de su objetivo de procurar la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional y de sus funciones. Con el fin de evaluar el nivel de reservas internacionales con respecto a las funciones del BCB y a las vulnerabilidades internas y externas, se utiliza una serie de indicadores como se describen a continuación:<sup>1</sup>

**Reservas/importaciones.** Este indicador señala la suficiencia de las reservas para cubrir las importaciones en la eventualidad de que algún *shock* interno o externo negativo requiera su uso. Una pauta de uso común es que las reservas equivalgan a no menos de tres o cuatro meses de importaciones. Al último trimestre de 2005, Bolivia superó ampliamente esta relación, con un equivalente de reservas internacionales cercano a siete meses de importaciones.

**Reservas/deuda externa a corto plazo.** La crisis de México de 1994 y la crisis Asiática de 1997

pusieron en evidencia los problemas ligados a una repentina interrupción del financiamiento externo. Como en esas circunstancias no se puede recurrir a los mercados de capital para financiar el déficit en cuenta corriente, los países afrontan generalmente pronunciados ajustes que llevan a una caída del PIB. En la discusión empírica se sostiene que estas crisis se originaron, en parte, por el alto nivel de deuda externa a corto plazo (es decir, aquella menor a un año). Desde entonces, se ha prestado mayor atención a la razón reservas/deuda externa a corto plazo y se evaluó como conveniente aquella situación en la que las reservas internacionales cubren como mínimo dicha deuda. En el caso de Bolivia, a diciembre 2005 las reservas alcanzaron a cubrir varias veces la deuda externa (pública y privada) de corto plazo.

**Reservas/depósitos en dólares.** Debido al alto grado de dolarización financiera de la economía boliviana, la posibilidad de una eventual crisis bancaria caracterizada por un retiro masivo de depósitos hace necesario el uso de este indicador complementario del nivel apropiado de reservas internacionales. En el caso de Bolivia, este indicador alcanzó a 53,4% a fines de 2005. Es de hacer notar el comportamiento creciente que presentó debido tanto al incremento de las reservas disponibles como a la gradual disminución de la dolarización de los depósitos.

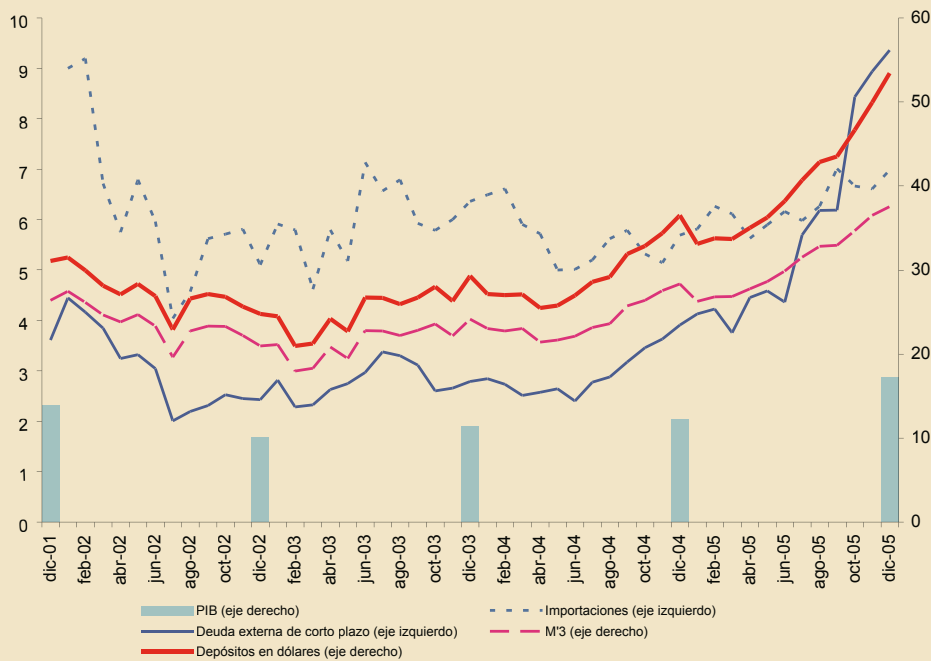
**Reservas/dinero en sentido amplio.** La relación reservas/dinero en sentido amplio (M'3) ha sido de uso común para evaluar la vulnerabilidad asociada con un súbito deterioro de la confianza del público en el sistema financiero y en la estabilidad de precios. Cuando esto ocurre, las personas retiran sus depósitos del sistema financiero y tratan de convertir su dinero en dólares. En este sentido, las reservas disponibles de Bolivia cubrían alrededor de 38% del dinero en sentido amplio a diciembre 2005, menor al promedio latinoamericano.



Finalmente, cabe mencionar que los anteriores indicadores señalan el nivel de reservas internacionales consistente con determinados criterios de vulnerabilidad. Dentro de la literatura teórica y empírica también se alude al nivel óptimo de reservas, que incluye consideraciones de los costos involucrados en la tenencia o ausencia de éstas. En el primer caso corresponden al costo de oportunidad (la rentabilidad que se pierde al tener un nivel de reservas en lugar de que estén invertidos en otro tipo de activos más rentables pero menos líquidos), mientras que en el segundo caso son los costos en que se incurren frente a la ocurrencia de

un *shock* macroeconómico que necesitaría el respaldo de reservas internacionales para amortiguar la crisis. Los enfoques mencionados han tratado de integrar simultáneamente las principales variables clave, entre las que se incluyen el tamaño de la economía, los factores de vulnerabilidad de las cuentas corriente y de capital de la balanza de pagos, el grado de flexibilidad del tipo de cambio, el costo de mantenimiento de las reservas y el grado de dolarización.<sup>2</sup> Este tipo de enfoque se encuentra en desarrollo en el BCB. Sólo como antecedente, cabe señalar que el ratio reservas/PIB ha estado en torno a 17% a diciembre de 2005.

**RESERVAS INTERNACIONALES DISPONIBLES RESPECTO A IMPORTACIONES MENSUALES, DEUDA EXTERNA DE CORTO PLAZO, M<sup>3</sup> (%), DEPÓSITOS EN DÓLARES Y PIB (%)**



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica.

<sup>1</sup> Para la construcción de los indicadores se utiliza el concepto de reservas disponibles que son iguales a las reservas brutas del BCB, menos el oro y más el Fondo RAL del sistema bancario en ME.  
<sup>2</sup> Una discusión general de este enfoque aplicada al caso de Chile se encuentra en el Boletín del FMI 33 (22) del 20 de diciembre de 2004.



## 2

## ADMINISTRACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DEL BCB

El Reglamento para la Administración de las reservas internacionales y la Política Anual de Inversiones del BCB para la gestión 2005, aprobados por el Directorio del BCB, establecen las normas, estrategias y lineamientos para la inversión de las reservas internacionales. En la gestión 2005 se mantuvo la estructura de las reservas monetarias con relación a la gestión anterior, compuestas por el capital de trabajo y el capital de inversión, que a su vez se clasifica en los portafolios de liquidez, depósitos y de calce (Cuadro 5.2).

Al 31 de diciembre 2005, el portafolio de inversiones del BCB alcanzó \$us1.759,6 millones, superior en \$us501,9 millones al de 2004. El aumento más importante se dio en el capital de trabajo, que creció en \$us335,7 millones debido al elevado nivel de liquidez que se mantuvo en el mes de diciembre. Por esta razón, también se redujo el saldo en depósitos vista y se privilegiaron los depósitos *overnight*.

Para atender los requerimientos del sistema financiero nacional, en 2005 se efectuó una importación neta de \$us319 millones en billetes, con operaciones de exportación e importación que sumaron un total de \$us1.121 millones. El saldo en bóveda del BCB cerró 2005 con \$us110,5 millones, \$us51,5 millones más que en 2004.

El capital de inversión creció en \$us94 millones, con un aumento de \$us145,8 millones en el portafolio de depósitos. Los portafolios de liquidez y de calce disminuyeron (en \$us25,9 millones y \$us23 millones, respectivamente) como resultado de la reducción en el saldo de la deuda con el FMI. A fines de 2004, el portafolio de inversión cerró con un saldo cero, que se mantuvo en 2005. Las reservas en oro aumentaron su valor debido al incremento del precio del oro en los mercados internacionales<sup>35</sup> (ver recuadro).

CUADRO 5.2

## PORTAFOLIO DE INVERSIONES

(En millones de dólares)

	Saldos a fines de		Variación	
	2004	2005	Absoluta	%
<b>I) Total reservas monetarias</b>	<b>858,3</b>	<b>1.288,0</b>	<b>429,7</b>	<b>50,1</b>
i) Capital de trabajo	141,0	476,7	335,7	238,2
Billetes <sup>1/</sup>	59,0	110,5	51,5	87,4
Depósitos vista	26,8	2,6	-24,2	-90,3
Depósito <i>overnight</i> pactado	55,2	363,6	308,4	558,7
ii) Capital de inversión	717,3	811,3	94,0	13,1
Portafolio de depósitos <sup>2/</sup>	428,6	574,4	145,8	34,0
Portafolio de liquidez	139,1	113,2	-25,9	-18,6
Portafolio de inversión	0,0	0,0	0,0	0,0
Portafolio de calce	108,5	85,5	-23,0	-21,2
DEG	41,1	38,2	-2,9	-7,1
<b>II) Reservas en oro</b>	<b>399,4</b>	<b>471,6</b>	<b>72,2</b>	<b>18,1</b>
Oro <sup>3/</sup>	399,4	471,6	72,2	18,1
Depósitos a plazo	0,0	0,0	0,0	
Títulos renta fija	0,0	0,0	0,0	
<b>Total general (I+II)</b>	<b>1.257,7</b>	<b>1.759,6</b>	<b>501,9</b>	<b>39,9</b>

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Internacionales.

NOTAS: <sup>1/</sup> No incluye fondos en custodia en bancos.<sup>2/</sup> Incluye certificados de depósitos.<sup>3/</sup> No incluye monedas de oro que se encuentran en bóveda del BCB.

<sup>35</sup> El saldo a fines de 2005 y la variación absoluta difieren ligeramente de los valores reportados en la sección previa debido a que para el portafolio de inversiones se consideró una cotización de \$us517,63 por onza troy, en tanto que en el Cuadro 5.1 se considera una cotización de \$us516,15.



## PARTICIPACIÓN DEL ORO EN LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Las reservas en oro constituyen una parte importante de las reservas internacionales del BCB. A fines de 2005, su valor fue de \$us470,6 millones y representó 26% de las reservas internacionales brutas. Bolivia tiene el porcentaje más alto de reservas en oro en Sudamérica (Cuadro 1).

Hasta 1997, las reservas en oro se encontraban sin refinar y depositadas en las bóvedas del BCB. Su valor reflejaba un precio fijo (\$us42,2 por onza troy fina). En el período 1997-1998 se inició el proceso de refinación y certificación de calidad para garantizar una pureza mínima de 99,5% de las barras de oro (denominada *London Good Delivery Bar* u Oro

de buena entrega). Este proceso permitió revalorizar contablemente las reservas de oro, de un monto de \$us39,6 millones a fines de 1997 a \$us256,9 millones en 1998 (95% de su valor en el mercado, Gráfico 1).

A partir de 1997, y en el marco de lo establecido por la Ley 1670, 28,3 toneladas de oro fueron invertidas en depósitos a plazo fijo en entidades financieras internacionales con excelente calificación de riesgo. Hasta fines de 2005 se obtuvieron \$us12,2 millones en intereses (Cuadro 2). El oro en monedas y medallas (0,9 toneladas) permanece en las bóvedas del BCB.

CUADRO 1

### RIB E INVERSIÓN EN ORO AL 31/12/05

(En millones de dólares y porcentajes)

	Reservas internacionales brutas	Oro	%
Bolivia	1.798	471	26,2
Ecuador	2.146	433	20,2
Venezuela	30.368	5.718	18,8
Argentina	28.077	908	3,2
Peru	14.120	576	4,1
Colombia	14.957	161	1,1
Brasil	53.145	554	1,0
Uruguay	3.078	4	0,1
Chile	16.963	3	0,0
Paraguay	1.297	0	0,0

FUENTE: Páginas web de Bancos Centrales.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

CUADRO 2

### INTERESES RECIBIDOS POR INVERSIONES EN ORO

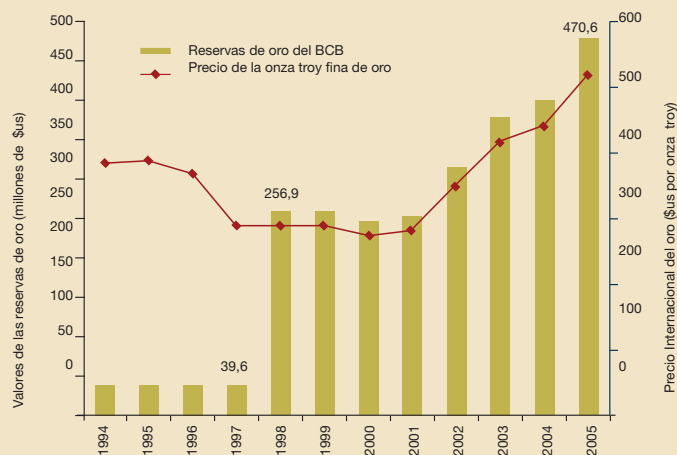
(En millones de dólares)

	Intereses
1997	0,1
1998	1,0
1999	2,3
2000	3,1
2001	2,9
2002	1,5
2003	0,6
2004	0,5
2005	0,4
<b>Total</b>	<b>12,2</b>

FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Internacionales.

GRÁFICO 1

### EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS EN ORO DEL BCB Y DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL ORO



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.



Los ingresos que obtuvo el BCB por la inversión de las reservas en los mercados financieros internacionales alcanzaron \$us25,1 millones, importe que cuadruplicó los ingresos correspondientes a 2004 (\$us6,3 millones, Cuadro 5.3).

Las reservas monetarias, con un saldo promedio de \$us737,5 millones, obtuvieron un rendimiento anualizado de 3,27%, que representó ingresos por \$us24,7 millones. Por su parte, las inversiones de las reservas en oro, con un saldo promedio de \$us381,6 millones, generaron un ingreso de \$us0,4 millones, que representa una tasa de rendimiento anual de 0,11%, sin tomar en cuenta el rendimiento derivado del aumento de precio, el que se haría efectivo solamente en el caso de venta. En 2005,

las tasas de rendimiento en el mercado de depósitos de oro continuaron siendo sustancialmente menores a las del mercado monetario.

Una práctica común en los mercados financieros internacionales, que el BCB adoptó desde 1996, es la de evaluar los resultados obtenidos en la inversión de las reservas internacionales con comparadores referenciales (*benchmarks*) para cada uno de los portafolios. Los resultados de esta comparación para 2005 muestran que el rendimiento obtenido por el BCB, en general, estuvo por encima de comparadores referenciales en el capital de trabajo y en los portafolios de liquidez y oro, y que se igualó al *benchmark* en el portafolio de depósitos, con un rendimiento general superior en 4 puntos básicos al de los comparadores referenciales (Cuadro 5.4).

CUADRO 5.3

## RENDIMIENTO DEL PORTAFOLIO DE INVERSIONES

DEL 1 DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2005

(En millones de dólares)

	Inversión promedio	Rendimiento anual (%) <sup>1/</sup>	Ingresos obtenidos
<b>I) Total reservas monetarias</b>	<b>737,5</b>	<b>3,27</b>	<b>24,7</b>
<b>Total capital de trabajo<sup>2/</sup></b>	<b>151,0</b>	<b>3,29</b>	<b>5,3</b>
<b>Total capital de inversión</b>	<b>586,5</b>	<b>3,26</b>	<b>19,4</b>
Portafolio de liquidez	105,9	3,16	3,4
Portafolio de depósitos	480,6	3,28	16,0
<b>II) Total reservas en oro</b>	<b>381,6</b>	<b>0,11</b>	<b>0,4</b>
<b>Total general (I + II)</b>	<b>1.119,1</b>	<b>2,19</b>	<b>25,1</b>

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Internacionales.

NOTA: <sup>1/</sup> La tasa de rendimiento no incorpora variaciones de precio del oro.<sup>2/</sup> Incluye depósitos vista y *overnight* pactado.

CUADRO 5.4

## RENDIMIENTO DE LAS INVERSIONES Y COMPARACIÓN CON LOS BENCHMARKS

DEL 1 DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2005

Cuenta	Rendimiento (%)		Diferencia en puntos básicos
	Anual BCB	Benchmark <sup>1/</sup>	
<b>Capital de trabajo</b>	<b>3,29</b>	<b>3,22</b>	<b>7</b>
<b>Capital de inversión</b>	<b>3,26</b>	<b>3,24</b>	<b>2</b>
Portafolio de liquidez	3,16	3,05	11
Portafolio de depósitos	3,28	3,29	0
<b>Total de reservas monetarias</b>	<b>3,27</b>	<b>3,24</b>	<b>3</b>
Reservas en oro	0,11	0,05	6
<b>Total general</b>	<b>2,19</b>	<b>2,15</b>	<b>4</b>

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Internacionales.

NOTA: <sup>1/</sup> Los comparadores referenciales son: Capital de trabajo, el índice LIBID *overnight* de Merrill Lynch, portafolio de liquidez, el índice *Treasury Bill* de Merrill Lynch; depósitos a plazo, la tasa promedio LIBID a 3 meses, oro, la tasa promedio de depósitos a un año.



El portafolio de calce fue constituido en diciembre de 2003 para “calzar” una fracción importante de los pasivos del BCB en euros y evitar que las fluctuaciones cambiarias del dólar con respecto a esta moneda

incidan en los resultados financieros del BCB. Este portafolio obtuvo un rendimiento de 2,06%, igualó a su *benchmark* y generó ingresos por €1,6 millones (Cuadro 5.5).

CUADRO 5.5

## RENDIMIENTO DEL PORTAFOLIO DE CALCE

DEL 1 DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2005

(En millones de euros)

Inversión promedio	Rendimiento anual (%)	Benchmark <sup>1/</sup>	Diferencia en puntos básicos	Ingresos obtenidos
80,09	2,06	2,06	0,0	1,6

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Internacionales.

NOTA: <sup>1/</sup> El Comparador Referencial para el Portafolio de Calce es el *Merrill Lynch French Government Bill*.

## 2.1 INVERSIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES EN ORO

En la gestión 2005, como en años anteriores, el BCB mantuvo sin modificación los activos en oro, que alcanzan a 29,2 toneladas, de las cuales 28,3 toneladas se encuentran invertidas en el exterior y 0,9 toneladas permanecen en bóvedas del BCB en monedas de oro.

En 2005, el oro se invirtió en depósitos a plazo fijo hasta 18 meses en instituciones financieras internacionales de Alemania, Canadá, Estados Unidos de Norteamérica y el Reino Unido, que cuentan con las mejores calificaciones de riesgo crediticio (Cuadro 5.6).

CUADRO 5.6

## INVERSIONES EN ORO: 2004-2005

Detalle	Plaza	Calificación de largo plazo según <i>Moody's Investors Service</i>	Peso en kilogramos a fines de		Participación % a fines de 2005
			2004	2005	
<b>Monedas de oro en bóvedas del BCB</b>			<b>867</b>	<b>867</b>	<b>3,0</b>
<b>Oro invertido en el exterior en depósitos a plazo fijo</b>					
<i>Australia and New Zealand Banking</i>			<b>28.338</b>	<b>28.338</b>	<b>97,0</b>
	Londres	Aa3	3.000	4.000	13,7
	Toronto y Nueva York	Aa3	5.000	3.000	10,3
	Londres	Aa1	5.338	5.000	17,1
	Frankfurt	Aa3	4.000	2.000	6,8
	Nueva York	Aa2	4.000	5.338	18,3
	Londres	Aa2	2.000	4.000	13,7
	Nueva York	Aa3	5.000	5.000	17,1
<b>Total</b>			<b>29.205</b>	<b>29.205</b>	<b>100,0</b>

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Internacionales.



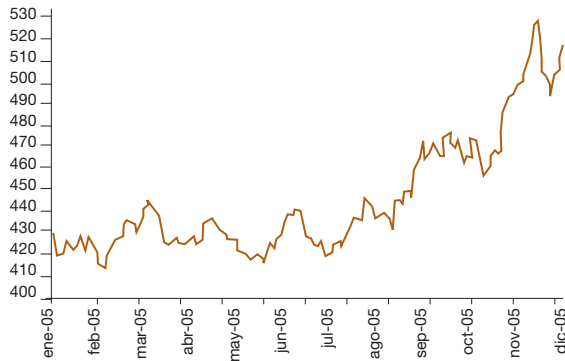
En la gestión 2005 se destaca el incremento del precio de la onza troy fina de oro que, de \$us438 a inicios de año, cerró en \$us516 (Gráfico 5.1) y la importante disminución en la tasa de interés para depósitos en oro a un año, que cerró 2005 con una tasa negativa de 0,02% (Gráfico 5.2). El incremento en el precio internacional

del petróleo, las consiguientes presiones inflacionarias y los déficit fiscal y en cuenta corriente de Estados Unidos devolvieron al oro el papel de activo de refugio, con el consiguiente incremento en precio y reducción en rendimiento (ver recuadro).

GRÁFICO 5.1

PRECIO DE LA ONZA TROY FINA DE ORO

(En dólares)

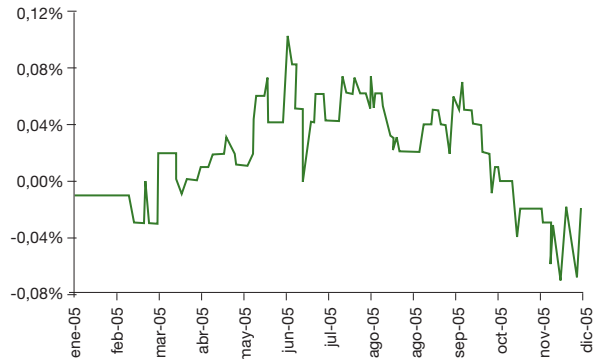


FUENTE: Bloomberg.  
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Internacionales.

GRÁFICO 5.2

TASA DE INTERÉS PARA DEPÓSITOS DE ORO A

(En porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Internacionales.

MERCADOS PARA DEPÓSITOS DE ORO

Las tenencias de oro del BCB se invierten en depósitos a plazo fijo en el exterior, en bancos de reconocido prestigio internacional. Estos bancos se denominan *bullion banks* e integran la organización conocida como *London Bullion Market Association (LBMA)*.

Los participantes en el mercado de oro son los siguientes:

- i) Por el lado de la oferta se encuentran los productores de oro (principalmente empresas mineras).
- ii) En el lado de la demanda se tienen diferentes industrias que emplean el oro como insumo o materia prima, especialmente joyería.
- iii) Los *bullion banks* intermedian cubriendo los requerimientos de oferentes y demandantes de oro en operaciones a contado (*spot*) y a futuro (*forward*).

- iv) Los bancos centrales en tanto que inversionistas de sus tenencias de oro.

Cuando el mercado estima que el precio del oro a futuro tiene una tendencia a disminuir con relación al precio al contado, los productores prefieren realizar sus ventas de oro mediante contratos *forward* (contratos a futuro), que acuerdan con los *bullion banks*. Las ventas *forward* de oro se constituyen en un mecanismo eficaz de cobertura para sus ventas futuras.

Al contrario, ante perspectivas de incrementos en el precio del oro, los productores no realizan contratos *forward* y, más aún, en algunos casos proceden a cerrar sus anteriores coberturas mediante compras *forward*.

En el periodo 1997 – 2001 la expectativa generalizada en el mercado era que el precio del oro continuaría su tendencia a la baja. Por tanto,



las empresas productoras vendieron su producción futura mediante ventas *forward*.

Cuando un *bullion bank* cierra un contrato de venta *forward* con un productor de oro, se obliga a comprarle su producción (oro) en una fecha futura a un precio pactado en el presente. Para cerrar su posición, en forma simultánea el *bullion bank* capta oro en depósitos, principalmente de los bancos centrales, vende ese oro en el mercado al contado (*spot*) e invierte esos recursos en dólares a un plazo idéntico al contrato *forward*. Al vencimiento, el *bullion bank* devuelve al banco central el oro que a su vez le entrega el productor más intereses y genera su ganancia por intermediación.

Es decir, los bancos centrales invierten sus reservas en oro bajo la modalidad de depósitos a plazo, a cambio de un interés sobre dichos depósitos.

El precio *forward* del oro se estima a partir del diferencial entre las tasas de interés en dólares y en oro. Esto hace que el precio *forward* del oro sea generalmente mayor al precio al contado (*contango*).

Desde mediados del año 2001 el precio del oro inició una tendencia ascendente, llegando a la fecha a niveles récord desde hace 26 años. El mercado espera que el oro continúe apreciándose.

Ante este escenario, los productores no abren coberturas (ventas *forward*) e inclusive cierran anteriores operaciones porque su expectativa es que para las fechas de vencimiento de los *forward*, el precio de mercado al cual puedan vender su producción sea más alto que el pactado a través del precio *forward*.

Para reducir sus coberturas los productores acuerdan la operación inversa, vale decir *compras forward*, para lo cual los *bullion banks* se financian en el mercado monetario. Con esos recursos compran el oro en el mercado al contado y

aseguran la disponibilidad del metal al vencimiento de los contratos *forward*.

De esa forma, los *bullion banks* presionan al precio a subir ya que incrementan sus compras de oro en el mercado al contado, fenómeno conocido como demanda acelerada. Al oro que han comprado al contado para venderlo en el futuro le dan un rendimiento invirtiendo en depósitos sobre los que ganan un interés. Esto genera un incremento en la liquidez en el mercado de depósitos en oro. Como consecuencia lógica, se produce una caída en las tasas de interés denominadas en este metal.

Desde el año 2001 las tasas de interés en oro en depósitos a plazo fijo han disminuido constantemente. Actualmente un depósito a 1 año plazo se cotiza alrededor de 0,03% y en algunas ocasiones la tasa es negativa. Las tasas negativas reflejan el costo de los *bullion banks* de mantener una cuenta de oro para sus clientes (bancos centrales) sin tener necesidad de dicho inventario.

Las condiciones imperantes en el mercado de oro hacen prever que durante 2006 las tasas de interés por depósitos de oro a plazo fijo se mantendrán en los actuales niveles bajos, al menos mientras persistan las expectativas de incremento del precio del oro. El oro, como otros activos financieros, mantiene tendencialmente una relación inversa entre precio y rendimiento. Con datos mensuales, se observa una fuerte correlación inversa entre la tasa de interés para depósitos de oro y el precio al contado del metal.

Si bien actualmente las inversiones de oro del BCB en depósitos a plazo fijo reditúan poco, siempre es más que no tenerlas porque el oro en bóveda sería un activo estéril, que no generaría ningún ingreso. Por otra parte, se tiene un gran beneficio por el incremento del precio del oro que sólo en 2005 generó un aumento en el valor de este activo de \$us72,2 millones.

### 3

#### DEUDA EXTERNA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO DEL BCB

Al 31 de diciembre 2005, el saldo de la deuda externa del BCB totalizó \$us257,3 millones, menor en \$us62,9 millones al que se registró a fines de 2004. La reducción del saldo se explica por las amortizaciones de \$us54,5 millones y variaciones cambiarias favorables equivalentes a \$us23,3 millones. El desembolso recibido del FMI alcanzó \$us14,9 millones (Cuadro 5.7).

La deuda del BCB por acreedor se compone de préstamos del FMI (\$us243,8 millones) y del BID (\$us13,5 millones). A principios de 2006 se hizo efectiva la condonación de \$us228,9 millones correspondiente a la deuda con el FMI en el marco de la iniciativa MDRI (ver la sección 4 del capítulo 3).

CUADRO 5.7

#### SALDO DE LA DEUDA EXTERNA DEL BCB

(En millones de dólares)

Acreedor	Saldo a fines de 2004	Desembolsos	Amortizaciones	Intereses	Variaciones cambiarias	Saldo a fines de 2005
FMI	306,0	14,9	53,8	6,1	-23,3	243,8
BID	14,2	0,0	0,7	0,3	0,0	13,5
<b>Total</b>	<b>320,2</b>	<b>14,9</b>	<b>54,5</b>	<b>6,4</b>	<b>-23,3</b>	<b>257,3</b>

FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Internacionales.

### 4

#### APORTES A ORGANISMOS INTERNACIONALES

A fines de 2005, Bolivia registró aportes suscritos con organismos internacionales por \$us723,3 millones. Se destacan los aportes al FLAR (\$us234,4 millones), a la CAF (\$us162 millones) y al FMI (\$us185 millones, Cuadro 5.8). A la misma fecha, los aportes pagados sumaron \$us623 millones, \$us10,6 millones de los cuales se efectuaron en la gestión 2005. En cumplimiento de la Ley 1670, los pagos al BID, CAF y a la Corporación

Interamericana de Inversiones del BID (CII) fueron cubiertos con fondos del TGN. Los aportes al FLAR se pagaron con recursos provenientes de las utilidades generadas por ese organismo.

Los aportes a pagarse en las próximas gestiones alcanzan \$us100,2 millones; se destacan el FLAR (\$us73,3 millones) y la CAF (\$us24,8 millones).

CUADRO 5.8

#### PARTICIPACIÓN DE BOLIVIA EN ORGANISMOS INTERNACIONALES

(En millones de dólares)

Organismos	Aporte suscrito	Pagado a fines de 2005	Por pagar a fines de 2005	Pagado en 2005
CAF	162,0	137,2	24,8	9,0
FLAR	234,4	161,1	73,3	1,0
CII	6,3	5,0	1,3	0,5
BID	82,1	82,1	0,0	0,1
IDA	1,4	1,3	0,1	0,0
BIRF	10,8	10,2	0,6	0,0
CFI	1,9	1,9	0,0	0,0
FMI	185,0	185,0	0,0	0,0
FONPLATA	38,9	38,9	0,0	0,0
MIGA	0,5	0,3	0,2	0,0
<b>TOTAL</b>	<b>723,3</b>	<b>623,0</b>	<b>100,2</b>	<b>10,6</b>

FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Internacionales.



# 5

## OPERACIONES CON EL CONVENIO ALADI

Desde 1982, el Banco Central de Bolivia participa en el Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos de la Asociación Latinoamericana de Integración (CPCR-ALADI), mediante el cual el sistema financiero efectúa operaciones de pagos y compensaciones de exportaciones e importaciones de bienes y servicios. En la gestión 2005, el sistema financiero realizó operaciones por \$us43,9 millones (Cuadro 5.9), un flujo menor en \$us20,5 millones con relación a 2004, principalmente por menores exportaciones de soya a Venezuela, pese

a que los pagos de exportaciones continuaron concentrándose en ese país (92%). Los pagos por importaciones se concentraron en Brasil (60%) y Argentina (26%).

Al 31 de diciembre 2005, el sistema financiero mantiene un endeudamiento por operaciones de importación canalizadas a través del CPCR-ALADI por \$us8,4 millones, lo que representa una disminución de \$us2,1 millones con relación a 2004.

CUADRO 5.9

**BOLIVIA: OPERACIONES DEL CONVENIO DE PAGOS**

**Y CRÉDITOS RECÍPROCOS DE ALADI, 2001-2005**

(En millones de dólares)

Año	Exportaciones	Importaciones	Total
2001	5,1	49,1	54,2
2002	4,3	39,6	43,9
2003	12,7	29,4	42,1
2004	28,7	35,7	64,4
2005	17,5	26,4	43,9

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB – Gerencia de Operaciones Internacionales.

