

## ESTADO DE SITUACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DEL PAÍS

### ALGUNAS CONSIDERACIONES TEÓRICAS

Las reservas internacionales son activos de respaldo sobre el exterior, bajo control de la autoridad monetaria. Estas pueden regular indirectamente la magnitud de dichos desequilibrios mediante la intervención en el mercado cambiario y proveer un stock para proteger la economía contra exigencias futuras. Los activos de reserva comprenden: el oro monetario, divisas (moneda, depósitos, valores), Derechos Especiales de Giro (DEG), la posición de reserva en el FMI y otros activos.<sup>1</sup>

Se argumenta tradicionalmente que la motivación de la demanda de reservas de un país está basada en la necesidad de las autoridades monetarias de tener una protección, para amortiguar el impacto de posibles shocks futuros en la oferta monetaria interna. La demanda de reservas de un país sería análoga a la demanda individual por monto de precaución, siendo una función positiva de la riqueza y del costo de tener que cubrir déficit no anticipados y una función negativa de los retornos de otros activos.<sup>2</sup>

El nivel óptimo de las reservas depende de "la naturaleza del régimen cambiario, la exposición externa de la economía, las restricciones al mercado de capitales y al comercio exterior y el costo de mantener reservas".

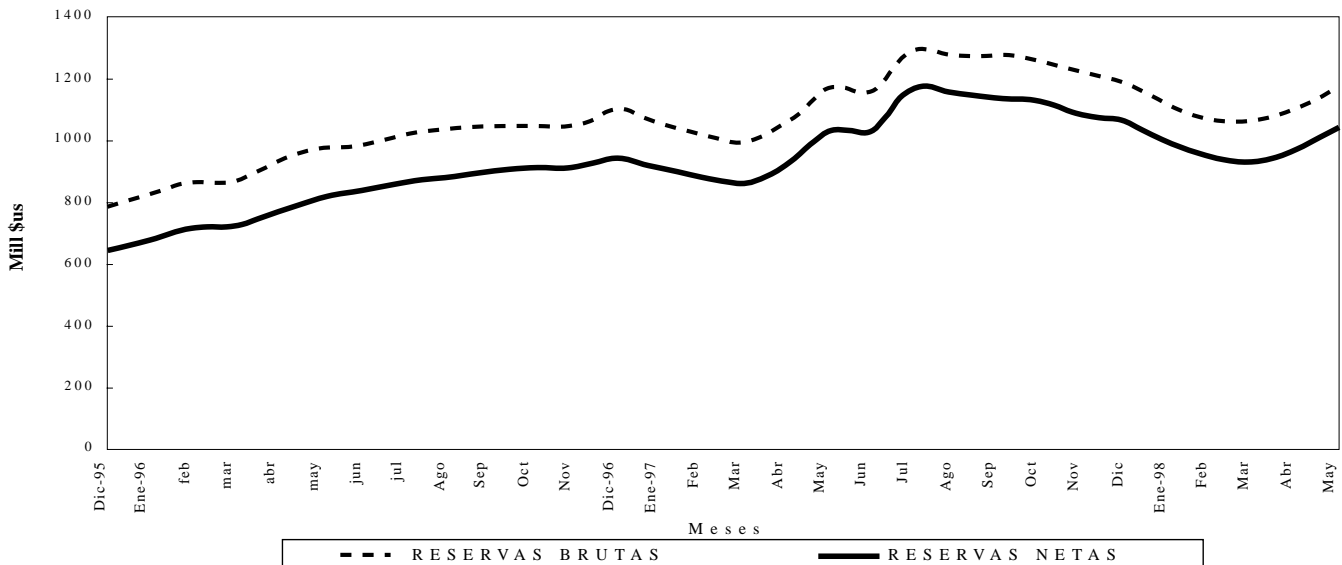
- Mientras mayor es la probabilidad de desequilibrios de balanza de pagos, mayor será el nivel de reservas requerido.
- La mayor liberalización del comercio incrementa el potencial de desequilibrios de la balanza comercial. Por su parte, la mayor liberalización de capitales, por un lado, puede implicar menores requerimientos de financiamiento oficial, pero, por otro lado, si ocurren salidas de capital de corto plazo se necesitará un mayor nivel de reservas para intervenciones de corto plazo.

- En el caso de nuestro país, el alto grado de dolarización de los depósitos del sistema bancario exige también, nivel alto de reservas internacionales. Con un buen nivel de reservas el Banco Central puede así seguir cumpliendo, aunque parcialmente, su papel de prestamista de última instancia, para los bancos cuando confrontan problemas de liquidez.
- El alto nivel de reservas fue, en parte, resultado de la política de operaciones de mercado abierto en moneda extranjera para esterilizar la entrada excesiva de capitales, que se produjo en algunos años de la década del noventa. Estas intervenciones también estuvieron relacionadas con el criterio de prevenir la reversión de los flujos de capital.
- Un alto nivel de reservas aumenta la confianza en la política económica y disminuye la percepción de riesgo país, lo que influye en las condiciones internacionales de crédito para el sector privado.
- El óptimo nivel de las reservas cae en cuanto el costo de sostener las mismas se incrementa.

Una regla común es que las reservas internacionales deben, por lo menos, cubrir tres meses de importaciones. Para el caso de los países en desarrollo el nivel requerido sería mayor: cuatro meses de importaciones. Sin embargo, otra regla es que el nivel de reservas esté relacionado por la necesidad de cubrir futuros desequilibrios en la balanza de pagos en cuenta corriente.

Como consecuencia de la crisis de México, con consideraciones de gestión de portafolio, el criterio tradicional también fue considerado insuficiente. Las reservas tendrían que ser lo suficientes para cubrir las necesidades en relación a los agregados monetarios y los pasivos de corto plazo del sistema bancario y del gobierno.

COMPORTAMIENTO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES  
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS  
GRÁFICO N° 1



**CUADRO 1**  
**RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS Y RESERVAS INTERNACIONALES NETAS**  
**EN MILLONES DE DÓLARES**

	<b>R.BRUTAS</b>	<b>VAR%</b>	<b>R.NETAS</b>	<b>VAR%</b>
Enero1997	1.064,3	-3,9	918,9	-3,4
Febrero	1.032,1	-3,0	892,2	-2,9
Marzo	1.004,9	-2,6	873,9	-2,1
Abril	1.066,0	6,1	935,1	7,0
Mayo	1.176,2	10,3	1.040,4	11,3
Junio	1.167,8	-0,7	1.042,3	0,2
Julio	1.299,0	11,2	1.177,1	12,9
Agosto	1.279,2	-1,5	1.159,2	-1,5
Septiembre	1.285,0	0,5	1.142,7	-1,4
Octubre	1.265,9	-1,5	1.130,3	-1,1
Noviembre	1.223,0	-3,4	1.090,0	-3,6
Diciembre	1.189,6	-2,7	1.066,0	-2,2
Enero98	1.122,2	-5,7	1.000,0	-6,2
Febrero	1.069,1	-4,7	951,1	-4,9
Marzo	1.072,2	0,3	937,6	-1,4
Abril	1.106,5	3,2	974,5	3,9
Mayo	1.176,5	6,3	1.045,2	7,3

Fuente: BCB

Del gráfico 1 y del cuadro 1 se extrae la conclusión de que las Reservas Internacionales Netas (RIN), de enero a mayo de 1998, fueron superiores a las de similar período en 1997.

En los meses de marzo a julio de 1997 las RIN crecieron a tasas muy altas debido, en parte, a que para atender el pago del BONOSOL las Administradoras de Fondos de Pensiones trajeron recursos del exterior que fueron convertidos a bolivianos. De agosto de 1997 a marzo de 1998 se observa una disminución continua del nivel de reservas de \$us. 239,5 millones, equivalentes a 22,3% del alto nivel en el que estaban en julio y agosto de 1997. Las RIN se recuperaron en los meses de abril y mayo de 1998.

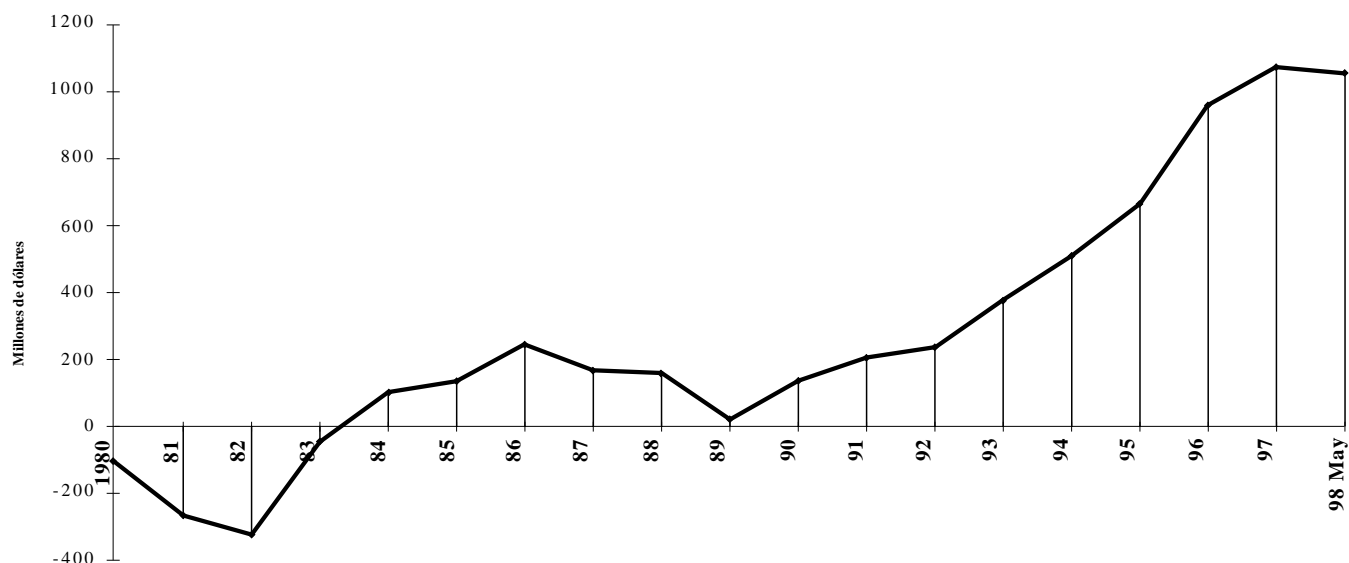
El análisis del comportamiento de las RIN requiere también, de un examen de más largo plazo para ver si existen realmente cambios

significativos de tendencia. Si se toma el periodo 1980 a 1998 se observa que la situación actual dista de lejos de la atravesada entre 1980-1984 cuando el nivel promedio (\$us 126,7 millones) fue negativo, es decir que las obligaciones de corto plazo eran mayores a las reservas brutas (Gráfico 2).

Aún en plena etapa de estabilización entre 1985 a 1989, el nivel promedio de \$us. 143,8 millones fue relativamente bajo, aunque, sí se recuperó respecto al período de crisis.

Se observa un notable cambio de tendencia a partir de 1990, cuando se inicia en forma sostenida un comportamiento creciente con un nivel promedio de \$us. 567, 7 millones, claramente superior al de los periodos anteriores. Respecto a este nivel promedio el de las reservas en mayo de 1998 fue superior en 72%.

**GRÁFICO 2**  
**RESERVAS INTERNACIONALES NETAS: 1980-1998**



En este contexto, el nivel de las RIN en mayo de 1998 estuvo por encima de todos los años anteriores de fuerte crecimiento de éstas, con excepción de 1997 cuando el nivel fue de \$us. 1.066 millones. Respecto a este año muestra una disminución de 2%.

### ¿POR QUÉ DISMINUYEN LAS RIN ENTRE AGOSTO DE 1997 Y MARZO DE 1998?

Las variaciones de las RIN pueden deberse a factores externos e internos. Pueden influir factores estacionales, donde la demanda de divisas o los pagos por concepto del servicio de la deuda externa aumentan en determinadas fases del año. Asimismo, influyen las variaciones en las operaciones de mercado abierto o las de encaje legal (fondos en custodia), que tiene el BCB de los depósitos en los bancos.

La primera explicación, de la caída entre agosto de 1997 y marzo de 1998 está en que en los primeros meses de 1998 hubo alto servicio de la deuda externa pública, disminución de los desembolsos de la deuda y, en consecuencia, transferencias netas negativas del exterior en los flujos de deuda externa pública. Según los registros de la balanza cambiaria, entre agosto de 1997 a marzo de 1998, respecto a agosto de 1996 a marzo de 1997, el servicio de la deuda externa aumentó en \$us. 68,5 millones y los desembolsos disminuyeron en \$us. 21,9 millones, lo que significó un aumento de las transferencias netas negativas en \$us. 90,4 millones

Una segunda explicación de la caída en las RIN está asociada al fuerte aumento de las transferencias netas al exterior de la banca comercial, que en este mismo período fueron de \$us. 331,4 millones, superior en \$us. 145,8 millones al nivel de las transferencias entre agosto de 1996 y marzo de 1997.

La variación de las reservas netas muestra una alta correlación con las transferencias netas<sup>3</sup>. El aumento de las transferencias netas al exterior, empero, no ha estado asociado con una salida de depósitos del sistema financiero, pues, por lo contrario, aumentaron en \$us. 173,3 millones. En realidad las altas transferencias al exterior se generaron en operaciones de financiamiento del comercio exterior que tenían que ser liquidadas.

Un tercer argumento, es que dado que se eliminó la entrega obligatoria de divisas para los exportadores en julio de 1997, la demanda de éstas no disminuyó inicialmente en la proporción y a la velocidad esperada.

Entre agosto de 1996 a marzo de 1997 el saldo neto de la adquisición de divisas menos sus ventas al sistema financiero fue de \$us. -55,2 millones, mientras que en el período agosto de 1997 a marzo de 1998 aumentó en \$us. 177, 7 millones al registrar un saldo de \$us. -232,9 millones.

La situación descrita anteriormente fue transitoria, pues en abril y mayo, de este año, los saldos netos fueron positivos al registrar \$us. 21,8 millones y \$us. 63,9 millones respectivamente.

Por otra parte, las compras de divisas en el Bolsín y la retención de las divisas de los exportadores, que antes estaban obligados a entregarlas, no se traducen, necesariamente en pérdidas de RIN, pues por la alta dolarización de la economía, esas divisas se depositan, en su mayor parte, en el sistema financiero nacional.

De hecho se ha observado que la demanda de divisas en el Bolsín es más para cambios entre moneda nacional y extranjera en el sistema financiero nacional que para operaciones de comercio exterior u otras que causen pérdidas de RIN.

### NIVEL ADECUADO DE LAS RIN

El análisis tradicionalmente incluye una medida de potenciales fluctuaciones de pagos, como las producidas por importaciones, y es por eso que se utiliza el indicador de meses de importación que permitiría cubrir el nivel de las Reservas Internacionales Netas de un país. Se ha considerado que un nivel adecuado sería el cubrir cuatro meses de importaciones. En el caso del país, el nivel de mayo de 1998 fue de 6,8 meses.

Si se toma en cuenta el criterio de que el nivel de las reservas cubre los futuros déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, la relación reservas respecto a déficit en cuenta corriente disminuye de 1,61 en 1997 a 1,52 en 1998, pero se recuperaría a 1,85 en 1999.

Recientemente, frente a las crisis cambiarias y financieras desatadas en México y países de Asia, se toma como un indicador de alerta la relación de las RIN con el agregado monetario más amplio M4 (circulante más depósitos en Bs y \$us. más CD's y LT's en poder del público no bancario). En mayo de 1997 esta relación fue de 28,9% y en mayo de 1998 de 26,6%. Se puede hacer también el análisis tomando la relación de las RIN con los pasivos del BCB (emisión, más encaje, más LT's B y CD's). En mayo de 1997 las RIN eran 1,22 veces los pasivos y en mayo de 1998 subieron hasta 1,47 veces, explicada, en parte, por la menor deuda interna del BCB (LT's y CD's) y el menor encaje legal.

Sostener un determinado nivel de reservas implica también costos de ingresos no percibidos o sacrificados. El caso más claro está dado cuando el BCB tiene que colocar LT's y CD's en el mercado interno para aumentar las RIN, pagando una tasa de interés que es mayor a la tasa que gana por éstas.

### CONCLUSIONES

1. Si bien las RIN declinaron, entre agosto de 1997 y marzo de 1998, en \$us. 239,5 millones, equivalentes a 22,3% de su nivel inicial, los niveles alcanzados de marzo y abril de 1998 son superiores a los de marzo y abril de 1997 en 7,3% y 4,2% respectivamente. Si se toma una referencia de más largo plazo, dichos niveles están en 70% por encima del promedio del período 1990-1998.
2. Si se utiliza la relación reservas/importaciones, el nivel de abril de 1998 permite cubrir 6,8 meses y cerca de una vez y media el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos proyectada para 1998. Los pasivos totales del BCB, en mayo de 1998, constituyen solamente el 68% del nivel de las RIN. Este coeficiente está entre los más bajos de los países latinoamericanos, lo que confirma la gestión prudente de las reservas.
3. La declinación de las RIN, entre agosto de 1997 a marzo de 1998, ha estado asociada al aumento de las transferencias netas negativas del exterior por concepto de la deuda externa (desembolsos menos el servicio de la deuda externa), al aumento de las transferencias de la banca al exterior y a los efectos de la eliminación de la entrega obligatoria de divisas por los exportadores, que se los considera transitorios.

<sup>1</sup> FMI (1993), *Manual de Balanza de Pagos*. Quinta edición 1993. Washington DC.

<sup>2</sup> Landell-Mills JM (1989), *The Demand for International Reserves and Their Opportunity Cost*. IMF, *Staff Papers* Vol. 36. No. 3.

<sup>3</sup> La estimación realizada en una función de regresión lineal mediante mínimos cuadrados muestra los signos esperados, un  $R^2 = 0.72$ ,  $DW = 1,75$