19 de Junio de 2009 Nº 24

Las reservas internacionales

Debido al aumento de los precios de las materias primas en los últimos años, y la capacidad productiva desarrollada con las inversiones petroleras realizadas antes de la nacionalización, el valor de las exportaciones de Bolivia creció a niveles no registrados anteriormente. Gracias a ello, las reservas internacionales también aumentaron, en especial a partir de 2004 y alcanzaron US$ 7,722 millones en 2008. Este tamaño de reservas es elevado en relación a los niveles registrados tradicionalmente en nuestra economía. Sin embargo, ¿son suficientes para defendernos de una crisis severa? ¿O son excesivas y se debería financiar con ellas un programa de inversiones públicas de largo plazo?

Las reservas y su nivel

Las reservas internacionales son, además del oro, activos sobre el resto del mundo (derechos especiales de giro, activos en divisas, etc.) bajo el control del banco central. Estas pueden disponerse de inmediato para financiar desequilibrios de balanza de pagos, y para otros fines, como preservar la confianza, reserva para las funciones de prestamista de última instancia en economías dolarizadas, cumplir disposiciones legales internas o ser utilizadas como garantía de préstamos del exterior. En otro sentido, son el ahorro (producción no consumida internamente) que posee el país y que se mantienen en forma de activos externos líquidos. En este caso sirven para estabilizar el consumo en el tiempo, se incrementan cuando el ingreso sube más allá del ingreso de largo plazo y caen cuando el ingreso disminuye por debajo de su nivel de largo plazo.

El nivel de reservas resulta de las transacciones con el exterior. Si exportamos más de lo que importamos, el Banco Central de Bolivia (BCB) compra divisas y las acumula como reservas. Si las importaciones o los pagos al exterior son mayores a las exportaciones, el BCB vende divisas y las reservas disminuyen. Cuando el BCB compra y vende divisas, también retira o aumenta la circulación de moneda nacional por lo que el nivel de las reservas influye en la política cambiaria, es decir tiene efectos sobre la oferta de dinero y la inflación.

¿Cuál es el nivel óptimo de reservas?

Para los enfoques tradicionales, el nivel de reservas debería ser tal que permitiese cubrir cierto nivel de importaciones (generalmente tres meses), o las obligaciones de corto plazo en moneda extranjera (regla Guidotti-Greenspan). En el caso boliviano ambas condiciones se cumplen con el nivel actual de reservas.

Pero si se adopta el criterio de que el nivel óptimo de reservas debe estabilizar el consumo en el tiempo, el nivel óptimo debe representar el ahorro que debe realizar una sociedad para poder mitigar la caída en consumo e inversión en tiempos de crisis[1].

Para el caso boliviano, José Luis Evia (2009)[2] utiliza una adaptación de ese enfoque para una economía dolarizada[3] tomando en cuenta las siguientes características de la economía boliviana:

- La acumulación de reservas se realiza por el ahorro del ingreso disponible (su acumulación determina una reducción del ingreso disponible y, en consecuencia, en el consumo).
- La variación del ingreso disponible más importante se origina en los términos del intercambio (la probabilidad de crisis es la probabilidad de variación de los términos del intercambio).
- La dolarización es de depósitos y circulante (el incremento del atesoramiento de moneda extranjera reduce el ingreso disponible para el consumo y la inversión).

Con estas modificaciones Evia estima el nivel óptimo de reservas en Bolivia, para dos escenarios de reducción de la absorción: una crisis severa, y una crisis moderada. Para el primero, y asumiendo una probabilidad de entrar en una crisis del 7.5 por ciento, el nivel de reservas en Bolivia estuvo por debajo del óptimo hasta el 2004. Para probabilidades mayores de reducción del ingreso se habría alcanzado un nivel adecuado recién el 2006. Si se considera una crisis severa, con una fuerte reducción del ingreso, el nivel óptimo de reservas debería estar un poco más de US$ 9,000 millones. Este monto no se ha alcanzado todavía por lo que **de ninguna manera puede afirmarse que nuestra economía está blindada o protegida ante una crisis fuerte**.

---

[1] Jeanne y Ranciere. *The optimal level of internacional reserves in emerging markets countries: formulas and aplications*. IMF working papers 06/229. (Octubre, 2006).

[2] Evia Vizcarra, *Nivel óptimo de reservas internacionales (una estimación para el caso boliviano)*. Coloquios Económicos No 15, Fundación Milenio (Junio, 2009).

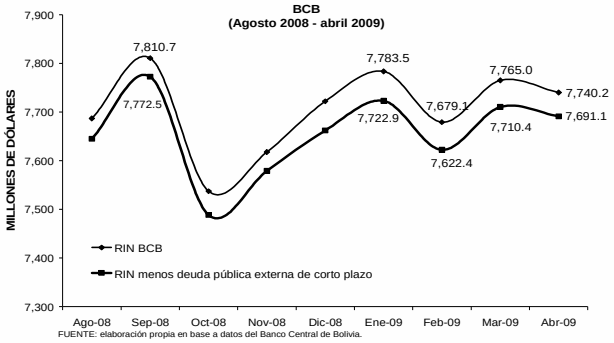
[3] Goncalves. *The optimal level of foreign reserves in financially dollarized economies: the case of Uruguay*. IMF working papers 07/265. (Noviembre, 2007).

Las Reservas internacionales Netas (RIN)

Los cálculos y las conclusiones anteriores dependen de la calidad de los datos, es decir, suponen que los datos publicados por el BCB reflejan con fidelidad la situación de las reservas. Especialmente de las netas.

Las RIN comprenden los activos y los pasivos de corto plazo del BCB con el exterior. En un régimen cambiario fijo, como el que mantiene el BCB desde septiembre de 2008, una de las principales funciones de las reservas es respaldar los medios de pago, pudiendo así cubrir la demanda de divisas al precio políticamente determinado, preservando la confianza y credibilidad del sistema bancario.

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE LAS RIN: CONTABILIZACIÓN DEL BCB Y ESTIMACIÓN DEL BCB
(Agosto 2008 - abril 2009)



FUENTE: elaboración propia en base a datos del Banco Central de Bolivia.

Las RIN bajarían rápidamente si el gobierno tuviera que realizar pagos al exterior (en divisas) en montos considerables, por lo que se puede considerar a estas obligaciones como pasivos contingentes de corto plazo. Considerando que con la nacionalización el gobierno ofreció pagos por la compra de acciones a las empresas, estas obligaciones deberían tomarse en cuenta al momento de analizar las RIN. No se sabe si esos compromisos fueron cubiertos, pero, si no lo han sido, deberían tomarse en cuenta al considerar los volúmenes de reservas. Los datos del BCB sobre la deuda externa pública a partir de agosto de 2008 indican que las obligaciones de corto plazo a fines de 2008 alcanzaron solamente a US$ 60 millones. Si se toman en cuenta las obligaciones de corto plazo contingentes, el nivel de las RIN sería el reflejado en la curva inferior del gráfico 1.

Uso de las RIN

Aunque son administradas por el BCB, las reservas no le pertenecen y tampoco al gobierno. Son del conjunto de la economía y no pueden ser otorgadas directamente como créditos al sector público. Reflejan el ahorro principalmente del sector privado (por sus tenencias de títulos correspondientes a las operaciones de mercado abierto y efectivo), y de los gobiernos sub-nacionales (por sus depósitos en el banco central). Un estudio como el de Evia que distinguiera el nivel de reservas óptimo por sector, seguramente encontraría que el nivel de reservas se acercó al nivel óptimo para el sector privado y, tal vez, para los gobiernos sub-nacionales, pero el gobierno central ha ahorrado menos de lo que se consideraría óptimo. Por ello las reservas que no reflejan el ahorro del gobierno central, no pueden ser otorgadas directamente como créditos, ni al sector público ni al privado.

Si acaso se modificara la ley 1670 del BCB, esta entidad podría otorgar créditos al sector público como se hacía antes de 1985. Pero debe recordarse que esos créditos estarían utilizando el ahorro del sector privado o el de los gobiernos sub-nacionales. Adicionalmente esto provocaría una expansión monetaria que podría estimular la inflación.

Debe insistirse que la mejor defensa frente a una crisis es la fortaleza de la economía, y ella depende de la productividad del trabajo, la expansión de los mercados, la eficiencia de las inversiones, la seguridad jurídica y la equidad social. Un manejo poco transparente o el uso arbitrario de las reservas puede tener serias consecuencias para la economía.

INDICADORES ECONÓMICOS

	2008 Al 12 de Junio	2009 Al 12 de Mayo	2009 Al 12 de Junio	Var. Anual (%)	Var. Mensual (%)
TIPOS DE CAMBIO					
BS / US$	7.28	7.07	7.07	(2.88)	0.00
Bs / Euro	11.17	9.46	9.75	(12.68)	3.08
Euro / US$	0.64	0.74	0.71	11.17	(2.99)
Peso /US$ (CHILE)	485.61	568.45	564.24	16.19	(0.74)
Nuevo Sol /US$ (PERÚ)	2.89	2.97	2.97	2.81	0.02
Peso /US$(ARGENTINA)	3.05	3.72	3.76	23.27	1.16
Real /US$(BRASIL)	1.64	2.06	1.93	17.69	(6.53)
PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS					
Petróleo (WTI,US$/bl)	136.74	58.85	72.04	(47.32)	22.41
Soya (US$ /TM)	409.20	346.70	422.70	3.30	21.92
Oro (US$ /O.T.)	871.25	920.00	950.00	9.04	3.26
Plata (US$ /O.T.)	16.59	14.09	15.07	(9.16)	6.96
Estaño (US$ /L.F.)	9.60	6.51	7.12	(25.87)	9.37
Zinc (US$ /L.F.)	0.84	0.70	0.76	(9.87)	7.82

INDICADORES MONETARIOS (MM US$)

	2008 Al 12 de Junio	2009 Al 12 de Mayo	2009 Al 12 de Junio	Var. Anual (%)	Var. Mensual (%)
Reservas Internacionales Netas	7,030.9	7,843.0	7,945.6	13.0	1.3
Transferencias del exterior al Sistema Financiero[1]	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.
Transferencias del Sistema Financiero al exterior[1]	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.
Emisión Monetaria (MM Bs.)	15,554.6	15,210.6	15,742.3	1.2	3.5
Omas (Netas)	2,785.7	3,250.1	3,160.5	13.5	(2.8)
Depósitos bancarios	4,908.0	5,756.2	5,889.2	20.0	2.3
Cartera bancaria	3,791.4	4,074.3	4,124.9	8.8	1.2
Deuda interna consolidada (SPNF y BCB)	4,844.7	5,556.9	5,475.2	13.0	(1.5)

Fuente: Banco Central de Bolivia,Ministerio de Mineria y Metalurgia, Bancos Centrales de Latinoamérica.
1: A través del Banco Central de Bolivia.
n.a. = no se aplica; n.d. = no disponible.