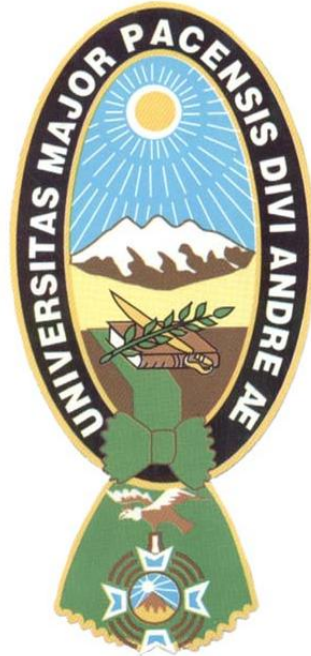


**UNIVERSIDAD MAYOR DE SAN ANDRÉS**  
**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y FINANCIERAS**  
**CARRERA ECONOMÍA**



**TESIS DE GRADO**  
**“LA POLITICA ECONOMICA DE ACUMULACION DE RESERVAS**  
**INTERNACIONALES EN BOLIVIA EN EL PERIODO**  
**2007-2012”**

Postulante: Richard Parary Equijeve

Tutor: Lic. Rolando Marín

**LA PAZ – BOLIVIA**

**2014**

#### AGRADECIMENTOS:

A Dios: por brindarme la protección durante todo el tiempo del proceso de mis estudios y el arduo trabajo que me costó en la Universidad, en darme salud y protección.

A mis Padres: por darme la vida la vida y la perseverancia que me infundieron en todo el proceso de mi enseñanza-aprendizaje de mis estudios.

A mis Hermanos: Por el apoyo moral e incondicional que me dieron en los momentos más difíciles y necesidades que pase en la Universidad.

A los Docentes de la Facultad de Ciencias Económicas y Financieras de la Carrera de Economía: Por haber dedicado su tiempo en la preparación de la enseñanza – aprendizaje en la formación profesional y en especial al Tutor Lic. Rolando Marín, por el apoyo incondicional y su tiempo brindado en la preparación y defensa de la Tesis y la Lic. Marlen Brieger por sus valiosas sugerencias y comentarios a la tesis.

**DEDICATORIA :**

Dedico este esfuerzo a mis queridos Padres: Hortencia Equijeve de Parary (+) y Gilberto Parary Tereba (+), quienes en vida supieron enseñarme, la disciplina y la honradez para enfrentar la vida y forjar mis destinos con valores superiores, asimismo por su apoyo incondicional que me brindaron para culminar la carrera.

A mis hermanos: Guido, Vilma, Nancy, Wilson, Daniel, Edwin y Dunia (+) por compartir los momentos más difíciles en el proceso de enseñanza – aprendizaje, quienes supieron apoyarme para continuar con la culminación de mi carrera.

A mí amada esposa: Irene Pacoricona de Parary y mis queridas Hijas Deyanira Yrene y Samira Danna por la comprensión oportuna en los momentos más difíciles de la vida familiar.

**I N D I C E****“LA POLITICA DE ACUMULACION DE RESERVAS INTERNACIONALES EN BOLIVIA EN EL PERIODO 2007-2012”**

Índice.....	1
Resumen.....	2
<b>Capítulo I MARCO METODOLOGICO.....</b>	<b>5</b>
1.1 Introducción.....	7
1.2 Formulación del problema.....	9
1.3 Objetivos de la investigación.....	9
1.4 Justificación e importación.....	10
1.5 Planteamiento de la hipótesis.....	11
1.6 Aspectos metodológicos de la investigación.....	12
<b>Capítulo 2 MARCO TEORICO.....</b>	<b>13</b>
2.1 La necesidad de las reservas internacionales.....	15
2.2 La suficiencia y destino de las reservas internacionales.....	19
2.3 El enfoque tradicional de la demanda de reservas.....	20
2.4 Fuentes de acumulación de reservas internacionales.....	23
2.5 Nivel óptimo de reservas internacionales.....	30
2.6 El costo de oportunidad del uso de las reservas.....	34
<b>Capítulo 3 MARCO PRÁCTICO.....</b>	<b>36</b>
3.1 La evolución de las reservas internacionales netas.....	38
3.2 Factores determinantes: la remonetización .....	46
3.3 Los ratios de las reservas internacionales.....	56
<b>Capítulo 4 PROPUESTA.....</b>	<b>60</b>
4.1 Aspectos Generales.....	62
4.2 El Nivel óptimo de Reservas.....	64
4.3 El Fondo de Reservas para el Desarrollo Productivo Plural (FORDEP) .....	65
4.4. FORDEP: Objetivos.....	67
4.5 La Agencia de Promoción de Inversión: Objetivos.....	69
<b>Capítulo 5.....</b>	<b>70</b>
Conclusiones y recomendaciones.....	71
<b>Bibliografía.....</b>	<b>77</b>

## Resumen

El trabajo tiene como objetivo analizar la política económica de acumulación de las Reservas Internacionales adoptada en Bolivia entre 2006-2012, sus determinantes y efectos, evaluando y planteando el uso alternativo de las RIN excedentarias.

Teóricamente existen razones para mantener reservas internacionales se relacionan con varios argumentos: i) como respaldo formal de la moneda local, ii) Como herramienta de tipo de cambio o política monetaria, que es señalada como una de las razones más comunes. iii). Como fondos para cubrir los pasivos en moneda extranjera y las obligaciones de deuda. iv) Como fuente de fondos para financiar los gastos de gobierno. v). Como un mecanismo para financiar fondos de inversión.

A partir del año 2005 gran parte de las economías del mundo experimentaron un incremento significativo en las reservas internacionales incluyendo los países emergentes latinoamericanos. Este aumento importante obedeció básicamente al favorable contexto externo que experimentaron hasta aproximadamente mediados del 2008. El crecimiento importante de las RIN en Bolivia es resultado de factores internos ligados a la política económica implementada a partir del 2006 y adicionalmente son producto del contexto internacional favorable.

Los ingresos provenientes de la exportación fueron en definitiva uno de los factores que permitieron lograr resultados positivos en la balanza comercial. Gran parte del crecimiento de las RIN obedeció a la negociación de precios del gas realizadas con Brasil y Argentina. El incremento de RIN efectivas en Bolivia, respondió –además- a la naturaleza del régimen cambiario y al exceso de oferta

de divisas producto de un aumento significativo de las exportaciones del sector primario, remesas y remonetización.

La política de acumulación de reservas internacionales aplicada en el periodo 2006 y 2013 se constituyó en el fundamento para la aplicación de una política cambiaria estable que impulso la remonetización de la economía logrando mayor expansión en las operaciones del sistema financiero y del sector público provocando un impulso efectivo de la demanda interna (ampliación del consumo doméstico y la inversión pública). Representó –además- una estrategia para amortiguar los posibles efectos en la economía de shocks externos; mitigar una repentina interrupción de los flujos de capital y evitar variaciones extremas en el producto y consumo.

Los ratios de cobertura de las reservas internacionales desde en el período 2005-2012 evidencian que la orientación de la política económica de acumulación de reservas tuvo como base priorizar el ambiente de estabilidad en la economía y además de establecer una señal de blindaje financiero frente a eventuales episodios de crisis. Los ratios tradicionales (cobertura de importaciones en meses, cobertura de depósitos totales, etc.) y otros indicadores que incluyen el grado de dolarización de los depósitos, comportamiento del tipo de cambio, iliquidez en las obligaciones de corto plazo, etc.; evidencian que las RIN en Bolivia exceden a un nivel óptimo incluso en escenarios pesimistas. Investigaciones señalan que para el caso de Bolivia, se evidencia un excedente de reservas internacionales.

En este contexto, la economía boliviana presenta un excedente de reservas que podría destinarse al financiamiento de la inversión productiva enmarcado en el modelo de economía plural, centrando su atención al financiamiento de segmentos ligados al sector de la microempresa, empresas comunitarias y cooperativas. Dado que las RIN están por encima de un nivel óptimo, la

investigación plantea la creación del Fondo de Reservas para el Desarrollo Productivo Plural (FORDEP) complementario al FINPRO (Fondo de Inversión para la revolución Productiva que está orientado al financiamiento de proyectos públicos de envergadura e impacto).

El Fordep cubriría las formas de organización privada, comunitaria y cooperativa, en consonancia con el modelo de desarrollo establecido en la Nueva Constitución Política del Estado. Asimismo, se propone la creación de La AGENCIA DE PROMOCIÓN DE INVERSIÓN, que actuaría como la institución financiera pública autónoma con personería jurídica y duración indefinida, con el objeto de asignar y canalizar los recursos para la promoción del desarrollo productivo en el segmento de micro y pequeña empresa, empresas comunitarias y cooperativas. La Agencia apalancaría nuevos recursos con financiamiento interno y externo.

La investigación en su desarrollo y contrastación empírica corroboró la hipótesis planteada: *La política económica de acumulación de reservas adoptada en Bolivia entre 2006-2012 se constituyó en una estrategia fundamental que permitió mantener estabilidad financiera, cambiaria y promover la remonetización de la economía.* Adicionalmente, el trabajo deriva en una propuesta de política pública en cuanto al uso alternativo de los recursos excedentarios de las RIN a través de la creación de un Fondo de Desarrollo y ente ejecutor la Agencia de Inversiones

# Capítulo 1

# MARCO METODOLOGICO



# **SUMARIO**

**1.1 INTRODUCCION**

**1.2 FORMULACION DEL PROBLEMA**

**1.3 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACION**

**1.4 JUSTIFICACION E IMPORTANCION**

**1.5 PLANTEAMIENTO DE LA HIPOTESIS**

**1.6 ASPECTOS METODOLOGICOS DE LA INVESTIGACION**

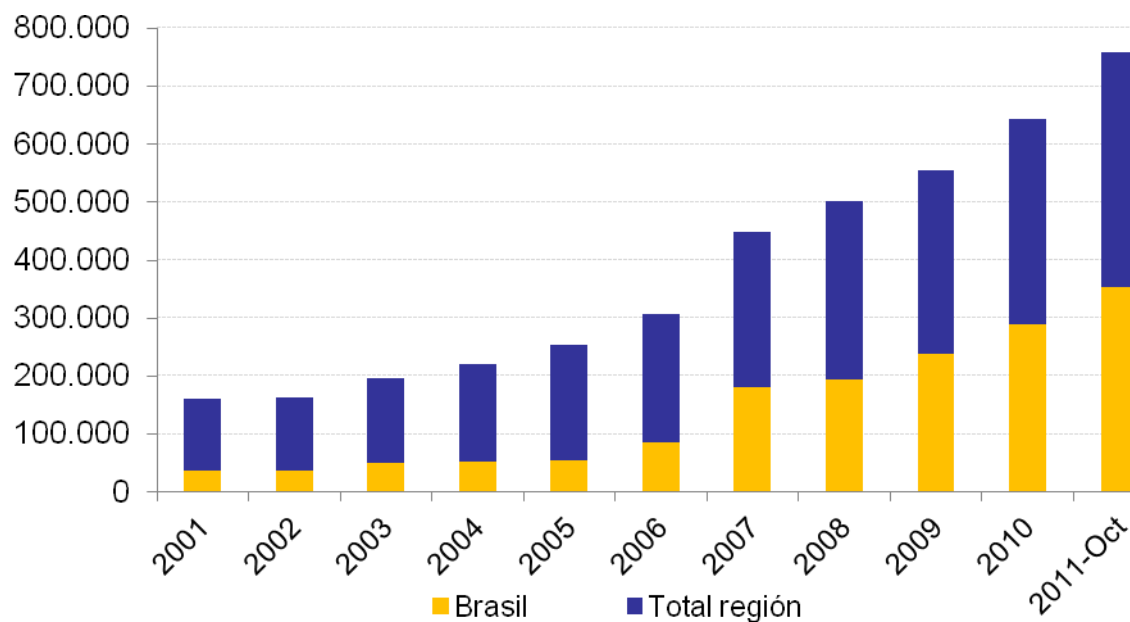
## 1.1 INTRODUCCION

En los últimos años, a escala global una gran parte de los países considerados emergentes han experimentado un incremento significativo en nivel de sus reservas internacionales. América Latina y el Caribe no fueron la excepción y tal como se ilustra en el cuadro siguiente entre el año 2001 y 2012 el nivel de las reservas internacionales se multiplicó por encima de siete veces llegando a una cifra conjunta de alrededor de MM\$us. 800.000 (ochocientos mil millones de dólares), destacando a nivel regional el peso de las Reservas de Brasil. La razón de la acumulación de reservas en la región fue en parte para mitigar la apreciación cambiaria y sus efectos en el sector de los bienes comercializables

Cuadro 1.

### AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: RESERVAS INTERNACIONALES

(En millones de dólares)



Fuente: CEPAL (2012) sobre la base de fuentes oficiales.

Las Reservas Internacionales son activos líquidos internacionalmente aceptados como medios de pago. Según el Fondo Monetario Internacional las Reservas Internacionales son activos externos fácilmente disponibles, controlados por autoridades monetarias, para financiar directamente desbalances de pagos e indirectamente regular las magnitudes de dichos desbalances a través de la intervención del tipo de cambio y/o para otros propósitos.

Las razones para mantener reservas internacionales se relacionan con varios argumentos:

1. como respaldo formal de la moneda local, representa una de las razones más tradicionales basada en el acuerdo de Bretton Woods.
2. Como herramienta de tipo de cambio o política monetaria, que es señalada como una de las razones más comunes.
3. Como fondos para cubrir los pasivos en moneda extranjera y las obligaciones de deuda.
4. Como fuente de fondos para pagar los gastos de gobierno.
5. Como defensa contra emergencias o desastres.
6. Como un fondo de inversión.

Sin embargo, más allá de las razones y consiguientes beneficios que se pueda lograr de la acumulación, existen costos de mantener reservas internacionales.

Los costos asociados con mantener reservas son:

1. Costos de esterilización, si la tasa de interés de la deuda doméstica excede la tasa de interés generada por las reservas se produce un costo fiscal directo.
2. El costo de oportunidad de su uso alternativo de las Reservas.
3. Riesgo de balance, si la moneda local se aprecia.
4. Otros costos, como crear en los agentes económicos la falsa sensación de seguridad.

El presente trabajo expone los aspectos centrales que hacen a la política adoptada de acumulación de las Reservas Internacionales Netas (RIN), sus determinantes y sus efectos sobre la actividad económica.

## **1.2 FORMULACION DEL PROBLEMA**

El problema de la investigación se vincula con la política de acumulación de reservas que desde 2007 adoptó el Gobierno y sus efectos en la economía, se trata de evaluar la relación existente entre el nivel de las Reservas Internacionales y la influencia que ejerce sobre la política económica en el corto plazo, considerando el ciclo económico y las características de la economía boliviana: pequeña, abierta y en vías de desarrollo.

El problema de investigación puede plantearse de la siguiente manera: ¿Por qué Bolivia al igual que la mayoría de los países emergentes decide seguir una estrategia de acumulación de reservas? ¿Es parte de la política económica coyuntural? ¿Existe un uso alternativo a las reservas excedentarias?

## **1.3 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACION**

### **1.3.1 OBJETIVO GENERAL**

Analizar la política económica de acumulación de las Reservas Internacionales adoptada en Bolivia entre 2007-2012 y sus determinantes; planteando el uso alternativo de las reservas excedentarias.

### **1.3.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS**

- Examinar los fundamentos teóricos de la acumulación de reservas.
- Analizar la estrategia de acumulación y gestión de las Reservas Internacionales administradas por el Banco Central de Bolivia en el período 2007-2012.
- Analizar los determinantes del crecimiento de las Reservas Internacionales.
- Plantear una propuesta para el uso de las reservas excedentarias

## **1.4 JUSTIFICACION E IMPORTANCIA**

### **1.4.1 SIGNIFICACION TEORICA**

El trabajo hace una revisión y analiza teorías relacionadas con la suficiencia de las reservas internacionales en consideración a las características de una economía pequeña y los resultados del estudio refuerzan la teoría existente sobre la importancia que tiene el nivel y la acumulación de las RIN en economías con vulnerabilidades.

### **1.4.2 JUSTIFICACION PRÁCTICA**

El presente trabajo de investigación tiende a evaluar la importancia de la política de acumulación de las Reservas y la actividad económica de nuestro País, a fin de establecer el grado de influencia que tiene dicho nivel en el comportamiento de los diferentes sectores de nuestra economía y su consistencia en el tiempo.

### 1.4.3 NOVEDAD CIENTIFICA

La investigación analiza la política de acumulación de reservas internacionales a la luz del ciclo económico por la que atraviesa la economía boliviana en un contexto de interdependencia y su consistencia en el tiempo. El trabajo pretende contribuir al debate académico y a la discusión de criterios de política asociados a esta estrategia, planteando una propuesta en consideración al mandato que establece la constitución política del estado de promover el desarrollo de formas de organización como la economía comunitaria, privada y cooperativa.

### 1.5 PLANTEAMIENTO DE LA HIPOTESIS

*“La política económica de acumulación de reservas adoptada en Bolivia entre 2007-2012 se constituyó en una estrategia fundamental que permitió mantener estabilidad financiera, cambiaria y promover la remonetización de la economía y por su importante nivel alcanzado se puede plantear el uso alternativo de las reservas excedentarias”.*

### 1.6 ASPECTOS METODOLOGICOS DE LA INVESTIGACION

### **1.6.1 TIPO DE ESTUDIO**

El tipo de estudio que desarrolla la investigación es de carácter descriptivo y explicativo, pues analiza e identifica una serie de elementos y variables inherentes al tema para luego evaluar y plantear una propuesta de política pública.

### **1.6.2 DISEÑO DE LA INVESTIGACION**

La investigación por ser de carácter descriptivo en una primera etapa analiza y mide el estado de situación identificando los rasgos principales del tema. Luego por tener la investigación un enfoque explicativo analiza las causas (determinantes) y efectos del crecimiento de las reservas. En una fase siguiente se plantea una propuesta de política en consideración al análisis efectuado.

### **1.6.3 TECNICAS E INSTRUMENTOS DE INVESTIGACION A UTILIZAR**

La investigación utilizó información disponible en el Banco Central de Bolivia, informes de fuente primaria, registro, estados financieros y otros. El estudio recurrió a bibliotecas especializadas, literatura económica y financiera inherentes al tema, tales como las Memorias y Boletines Informativos del Banco Central de Bolivia, ASFI, ASOBAN, revistas especializadas y de publicaciones de prensa.

# Capítulo 2

# MARCO TEORICO



## **SUMARIO**

**2.1 LA NECESIDAD DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES**

**2.2 LA SUFICIENCIA Y DESTINO DE LAS RESERVES INTERNACIONALES**

**2.3 EL ENFOQUE TRADICIONAL DE LA DEMANDA DE RESERVAS**

**2.4 FUENTES DE ACUMULACION DE RESERVAS INTERNACIONALES**

**2.5 NIVEL OPTIMO DE RESERVAS INTERNACIONALE**

**2.6 EL COSTO DE OPORTUNIDAD DEL USO DE LAS RESERVAS**

## 2.1 LA NECESIDAD DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

La actividad regular que tienen los agentes económicos de comprar y/o vender bienes y servicios al resto del mundo conduce a la necesidad de realizar pagos internacionales autónomos. Cuando los ingresos internacionales de un país son menores que sus pagos internacionales, se necesita algún medio para liquidar la deuda resultante con el resto del mundo. Este proceso de liquidación adopta la forma de transferencias de las reservas internacionales entre los países.

Sin la existencia de reservas internacionales, ningún país podría mantener un déficit de su balanza de pagos; por lo que, la dimensión y la duración del déficit que un país puede soportar sin adoptar medidas que lleven a su solución están relacionadas en forma muy directa con el volumen y la liquidez de las reservas internacionales. Dado que el mecanismo que tiende a equilibrar los gastos e ingresos internacionales autónomos de un país es lento en resolver las tensiones que pesan sobre él en virtud de su participación en la economía mundial, el volumen y la liquidez de las reservas internacionales constituyen aspectos estratégicos tanto a nivel de cada país como del sistema económico internacional.

Con tipos de cambio relativamente fijos, si las reservas internacionales son insuficientes, los países (y por ende la economía mundial) se ven sujetos a tasas de crecimiento más lentas, políticas económicas deflacionarias y restricciones al movimiento de bienes y factores de producción. Las reservas insuficientes agudizan la tendencia del mundo a las crisis en los mercados de cambios. La insuficiencia de divisas puede deformar, asimismo, la estructura normal del comercio y la inversión externa. En contraste, con un exceso de reservas

internacionales, los precios de la economía mundial tienden a elevarse en forma duradera, y los factores de producción, a ser asignados erróneamente. El objetivo es hallar el “justo medio” entre estas posiciones insostenibles, para que el volumen y la liquidez de las reservas internacionales sean los adecuados.

Las reservas internacionales<sup>1</sup> posibilitan a los países incurrir en déficit temporarios de la balanza de pagos, manteniendo invariables sus tipos de cambio. Solo recientemente se ha puesto el énfasis sobre esta función vital, que las reservas siempre ejercieron. En particular, pasó al primer plano a medida que las naciones desearon desempeñar un papel más activo en la determinación de su bienestar económico relativo. En efecto, las reservas internacionales permiten a los países adoptar políticas cuya implementación entrañaría, en ausencia de las reservas adecuadas, grandes sacrificios económicos.

Según la explicación clásica del funcionamiento del patrón oro, se esperaba que los países ajusten las dificultades de la balanza de pagos, modificando el nivel de precios internos, los costos de producción y, muy probablemente, el nivel de empleo. Los cambios en el nivel de las reservas de oro debían poner en funcionamiento y transmitir el proceso de ajuste, y las tasas relativas de interés tenían un papel importante en esta explicación.

Por lo tanto, surge una cuestión obvia y crítica: si las naciones afectadas por desequilibrios en los pagos no permiten los correctivos del nivel de precios y el ingreso, si se desechan los ajustes de los tipos de cambio excepto en

---

<sup>1</sup> El significado de las reservas internacionales y de su liquidez se hará evidente a medida que prosiga el análisis. No obstante, existen difíciles problemas conceptuales para definir estos términos..

circunstancias extraordinarias, y si se desaprueba la imposición de controles directos, ¿cómo, entonces, se adaptarán tales naciones a las dificultades de la balanza de pagos? La respuesta, algo simplificada es que en muchos casos los países no llevan a cabo el ajuste de modo consciente, mediante intentos deliberados de eliminar los desequilibrios.

Antes bien, se mantienen los déficits, y hay una pérdida de reservas internacionales. Ya no se permite que los sucesos económicos externos obliguen a comprometer la estabilidad interna. Sin embargo, esta estrategia es apropiada solo cuando el exceso de pagos sobre ingresos internacionales es de corta duración, cuando las reservas internacionales son suficientes<sup>2</sup>. Bajo estas condiciones, las tenencias de reservas internacionales sirven de valla efectiva y aíslan de modo temporario a la economía interna de las fuerzas exteriores.

Sería una causalidad que todos los desequilibrios de pagos fuesen de corta duración, aun si se excluyen aquellos que surgen durante el curso del desarrollo económico de los países subdesarrollados –desequilibrios que pueden solucionarse mediante corrientes de capital a largo plazo, antes que echando mano a los saldos de reservas internacionales –muchos de ellos serán prolongados y más importantes. Para eliminar estos desequilibrios son necesarios los ajustes del tipo de cambio, la deflación, las restricciones al cambio y al comercio, o las variaciones estructurales. En la práctica, sin embargo, ni el carácter del desequilibrio ni la naturaleza, ni la política de ajuste requerida, se hacen evidentes, por regla general, en forma inmediata. Por cierto. Algunos de

---

<sup>2</sup> Holtrop proporciona una útil síntesis de los tipos de ajuste disponibles para el caso de que el equilibrio se prolongue. Sus ejemplos son tomados, en gran medida, de las experiencias de los Países Bajos. Tobin brindan un análisis esclarecedor sobre los posibles métodos de ajuste del desequilibrio de pagos.

estos ajustes son tan atractivos –dan rápido fruto- que ni siquiera cuando resultan inapropiados dejan de ser tentadores.

De este modo, por una parte es importante subrayar, que la existencia de amplias reservas internacionales impide que se adopten soluciones prematuras o sin una razonable perspectiva de que sean suficientes. Por otra parte, no debe olvidarse que si un país es abastecido con reservas en forma demasiado liberal, el ajuste necesario ante un desequilibrio fundamental puede ser pospuesto exageradamente, haciendo aún más difícil el ajuste final.

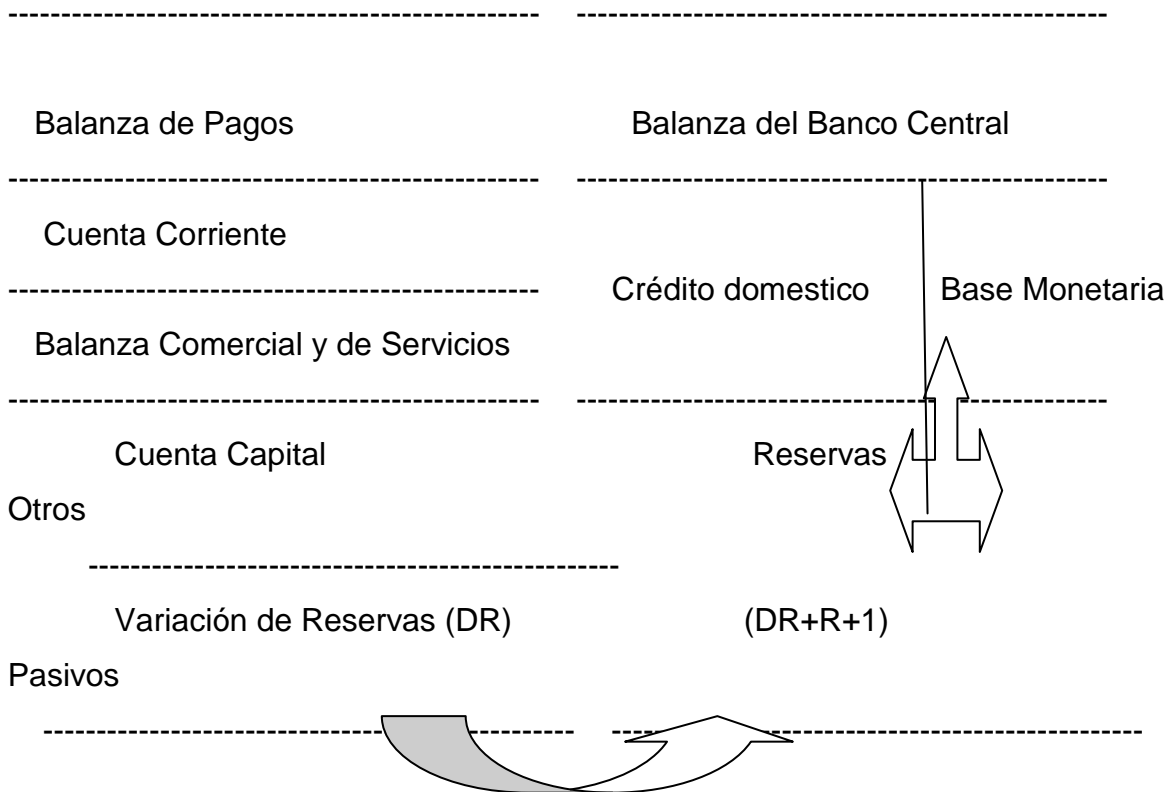
Las reservas internacionales tienen que ajustarse, asimismo, a los movimientos del capital especulativo y al arbitraje del interés, que se dan en un sistema de monedas libremente convertibles. La economía mundial se vuelve particularmente proclive a estropear los movimientos internacionales de capital cuando tambalea la confianza en la capacidad de los centros de reserva para convertir sus monedas en oro a un precio dado. A primera vista puede parecer que estas corrientes de capital a corto plazo no serán grandes, pero es importante señalar que los límites de los movimientos del capital a corto plazo de esta variedad no son impuestos por la cantidad de moneda nacional en manos de extranjeros. Normalmente, las tenencias de activos líquidos por parte de los propios ciudadanos de un país son libremente transferibles al exterior. De este modo, el drenaje potencial a causa de la especulación y el arbitraje es en verdad enorme.

Resulta evidente entonces que una adecuada oferta de reservas internacionales líquidas es esencial para la continua viabilidad del sistema monetario internacional. Suponiendo que los desequilibrios de pagos se mantengan, los tipos de cambio cuasi-fijos y la búsqueda gubernamental independiente de la estabilidad económica interna son incompatibles en ausencia de las adecuadas reservas internacionales. Donde se persigan ambas metas, es esencial que las

reservas posean un volumen internacional y los movimientos de capital. También resultan vitales si los recursos mundiales han de asignarse de modo óptimo. El problema de la suficiencia de las reservas internacionales justifica por cierto la atención que los economistas le han prestado.

## 2.2 LA SUFICIENCIA Y DESTINO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Desde el abandono del patrón oro, la razón básica por la que un país posee reservas internacionales es que ha decidido mantener algún tipo de relación comercial o financiera con el resto del mundo; como se señaló en el acápite anterior una economía en autarquía no requiere reservas. Una vez que las reservas se incorporan al sistema económico doméstico actúan como variable que conecta al sector externo con el sector monetario y financiero de la economía. El cuadro siguiente ilustra la relación anterior.



Como se observa, el resultado de la balanza de pagos determina la variación del stock de reservas internacionales que son parte fundamental del activo del banco central. La flecha hace referencia al hecho de que existe una conexión (que varía con el régimen cambiario y monetario) entre las reservas y la cantidad de dinero y de otros pasivos monetarios. De aquí que aparezca una conexión entre el sector externo y el sector financiero.

La teoría económica ha explotado con distintos desarrollos formales variaciones más sofisticadas de este argumento por el cual poseer reservas. Aparecieron entonces los motivos transacciones, precautorio y especulativo para demandar estos activos líquidos.

### **2.3 EL ENFOQUE TRADICIONAL DE LA DEMANDA DE RESERVAS**

En la década de los treinta la teoría cuantitativa del proporcionó el punto de partida para el estudio de la demanda de reservas. Si se supone que:

1) la demanda de reservas (el oro en su momento) es proporcional a la cantidad de dinero y que 2) la demanda de dinero es proporcional a la demanda de transacciones, entonces las reservas en oro serán una fracción fija del valor total de transacciones. La conclusión inmediata es que la demanda de reservas se incrementaría en proporción a la producción y al comercio.

El interés académico por el tema de las reservas internacionales creció notoriamente bajo Bretton Woods. Durante esta etapa comenzó a ser frecuente el problema del ajuste externo. Para enfrentar un déficit, los países tenían por entonces tres opciones:

- 1) financiarlo con pérdida de reservas;
- 2) efectuar políticas externas de “redirección” del gasto, es decir, aumentos en el tipo de cambio, tarifas, cuotas, etc.,) o
- 3) aplicar políticas internas de reducción de la absorción doméstica. Los dos últimos tipos de políticas presentan un mayor costo en términos de producción, precios y empleo; lo que torna más atractiva la primera alternativa (especialmente cuando el problema externo no es estructural sino transitorio). Al respecto, existía en Bretton Woods una creencia sobre la liquidez internacional que sostenía que ésta era apropiada si lograba que los países con déficit de balanza de pagos financiaran los mismos sin tener que adoptar políticas de ajuste.

En general, las reservas permiten que un país persiga sus objetivos económicos internos ante un problema transitorio de balanza de pagos, y también “compran tiempo” para adoptar las políticas de ajuste correctas si el deterioro externo se prueba permanente. En resumen, existe una intencionalidad por suavizar el ciclo económico que genera interés por los activos de reserva.

Si estos activos pueden evitar que se adopten ajustes macroeconómicos innecesarios, entonces su adecuación a un cierto nivel que garantice cobertura en escenarios adversos de balanza de pagos debería ser un objetivo deliberado de una política económica prudente. De allí surge la propuesta de emplear el cociente entre reservas e importaciones como un buen indicador de adecuación. Bajo este enfoque, la demanda de reservas se incrementaría con el crecimiento de las transacciones externas, obteniendo una conclusión similar a la del enfoque cuantitativo aunque por un motivo básico distinto.



En los años sesenta surgió desde una óptica macro y microeconómica. El enfoque macroeconómico de H. Johnson aplica la concepción monetarista de la balanza de pagos a la teoría de la liquidez internacional y sostiene que la variación de reservas es igual al cambio en la demanda de dinero doméstica menos la variación en la oferta en la oferta de moneda doméstica. Con estos supuestos, la acumulación de reservas tendría lugar cuando hay un exceso de demanda de dinero.

Durante la década de los ochenta y buena parte de los noventa el interés académico por las reservas se redujo debido al cambio en el régimen global que, traería una nueva herramienta de ajuste (los tipos de cambio) para enfrentar los desequilibrios de la balanza de pagos. Sin embargo, desde las crisis asiáticas a la actualidad los enfoques sobre reservas resurgieron de la mano de nuevos temas asociados con los problemas financieros que devienen de la apertura de la cuenta capital.

## **2.4 FUENTES DE ACUMULACION DE RESERVAS INTERNACIONALES**

### **2.4.1 LA BALANZA DE PAGOS**

Con referencia a la contabilidad de la Balanza de Pagos, un aumento o disminución de Reservas Internacionales de un país es el resultado de la Balanza de Pagos. Tal es así que un aumento de las reservas puede denominarse Superávit Global de la Balanza de Pagos.

La Balanza de Pagos está compuesta por dos cuentas importantes la Cuenta Corriente y la Cuenta Capital, además de la Cuenta Errores y Omisiones. Dentro de la Cuenta Corriente, se encuentran las transacciones comerciales (Balanza Comercial) tales como las exportaciones e importaciones de bienes y que servicios; intereses recibidos y pagados; y las transferencias (remesas, donaciones, ayudas). Se dice que existe un Superávit de Cuenta Corriente cuando la suma de los ingresos del país, sea por exportaciones o transferencias, es mayor a los egresos que tiene el mismo, por motivo de importaciones o pagos de intereses. Por otro lado, la Cuenta Capital muestra el movimiento de los activos, tales como la Inversión Extranjera Directa, la deuda pública y privada.

Cuando existe una afluencia de activos hacia el país, es decir, un aumento de las obligaciones con extranjeros se la denomina entrada de capitales y por el contrario una disminución de las obligaciones para con el extranjero se conoce como salida de capitales. Sin embargo, el Manual de Balanza de Pagos del FMI, en su quinta edición, indica que los cambios en las Reservas Internacionales son una útil herramienta de análisis de la Balanza de Pagos, pero en este análisis también debe entrar en juego-

Es importante determinar el mecanismo de acumulación de las reservas ya que el escoger una política de estabilización - de la inflación o del tipo de cambio – dependerá de tal proceso; es decir, analizar las fuentes de expansión ya sea vía cuenta corriente o cuenta capital de la balanza de pagos. El origen de la acumulación determina los efectos reales y las implicaciones macroeconómicas pero no así los efectos monetarios, ya que estos serán los mismos sin importar la fuente de expansión de las reservas.

Estabilizar el nivel de precios de un país cuando un superávit en la Cuenta Corriente es el origen de la acumulación de reservas, la mejor manera de estabilizar la economía será mediante la generación de ahorro interno, en especial del gobierno, de esta manera reducir o eliminar los déficit fiscales dando así menos crédito al gobierno proporcionando margen al incremento de los activos externos, cambiando la composición de la base monetaria.

En este caso es importante la capacidad que tenga la economía de absorber la acumulación de reservas en el proceso de transformación en ahorro interno, para así no generar presiones inflacionarias. Se señala que el grado de flexibilidad del tipo de cambio para su estabilidad está determinado por el tipo de acumulación que tiene un país, permanente o transitorio, mientras más permanentes es el evento que genera el aumento en reservas deberá darse más flexibilidad al tipo de cambio. Cuando se determina si un periodo de alta acumulación de reservas es transitorio o permanente, es también necesario analizar la "capacidad de ahorro de la economía para absorberlos o compensarlos sin que se conviertan en una fuente importante de presiones inflacionarias.

Este concepto de crisis de Balanza de Pagos es muy relevante dentro de la economía mundial, tal es así que uno de los objetivos por los cuales fue creado el Fondo Monetario Internacional (FMI) es garantizar la convertibilidad de las monedas mediante la estabilidad cambiaria.

## **2.4.2 ACUMULACION DE RESERVAS INTERNACIONALES LOS EFECTOS SOBRE EL TIPO DE CAMBIO**

El tipo de cambio es el precio de una moneda expresado en otra. Existen dos sistemas: "el tipo de cambio fijo, donde los bancos centrales extranjeros están dispuestos a comprar y vender sus monedas a un precio fijado en alguna otra; y el tipo de cambio flexible, los bancos centrales permiten que el tipo de cambio se ajuste para igualar la oferta y la demanda de divisas.

Con tipo de cambio fijo, los bancos centrales deben intervenir en el mercado cambiario para cubrir los desequilibrios que existan entre oferta y demanda de divisas, por lo que esta intervención tendrá que hacerla con sus Reservas Internacionales. Esta intervención se la realiza comprando y vendiendo divisas al precio definido por el Banco Central, el cual tendrá que tener las suficientes reservas de moneda extranjera para poder "defender" el nivel deseado de tipo de cambio.

Cuando se produce un ataque especulativo contra la moneda nacional (el cual puede ser causado por mercados déficit fiscales, por lo que el crédito doméstico crecería a una tasa más rápida que la demanda por dinero doméstico dando como resultado un exceso de demanda por bienes y activos financieros), el tipo de cambio se deprecia y para evitar esto el ente emisor sacrifica una gran cantidad de Reservas Internacionales. En caso de no contar con un adecuado acervo de reservas se produce una crisis de Balanza de Pagos.

Teniendo en cuenta que "el funcionamiento del régimen de convertibilidad hace que la base monetaria sea realmente un pasivo para el Banco Central, al cual tiene que hacer frente con reservas en el caso que el sector privado se lo requiera; las Reservas Internacionales deberían cubrir todos los pasivos del Banco Central, es decir, el acervo de reservas debería representar el 100% de la oferta monetaria. De lograrse esta meta, se estaría dando suficiente credibilidad al tipo de cambio que fija el Banco Central, evitando de esta manera en la mayoría de los casos, ataques contra la moneda.

Bajo un sistema de tipo de cambio flexible un exceso de oferta de dinero (que puede ser provocado por déficit fiscales, como en el ejemplo anterior) se traduce en un aumento en la demanda de moneda extranjera, lo cual conduce a una depreciación de la moneda nacional. Con esta depreciación, de acuerdo con la paridad de poder de compra, aumentan los precios internos, en las mismas proporciones, haciendo que la cantidad real de dinero se reduzca por el alza de los precios. Este es el mecanismo mediante el cual se vuelve al equilibrio entre la oferta y demanda de dinero, en el mismo las Reservas Internacionales no intervienen para nada.

Todos estos argumentos nos hacen pensar que bajo un sistema de tipo de cambio fijo la demanda por Reservas Internacionales será mayor que bajo un sistema de tipo de cambio flexible donde no existe la intervención del Banco Central.

Es claro ver que las Reservas Internacionales desempeñan diferentes roles dependiendo el sistema de tipo de cambio que tenga un país. Como se vio anteriormente, bajo tipo de cambio fijo las Reservas Internacionales sirven como

respaldo del nivel fijado por el Banco Central, es decir, dan credibilidad al tipo de cambio fijado por el ente emisor. Mientras que bajo tipo de cambio flexible las Reservas Internacionales de un país contribuyen a reducir los riesgos de crisis de liquidez y permiten intervenir excepcionalmente en el mercado cambiario.

Se dice que un país tiene crisis de liquidez cuando no puede pagar su deuda externa, tanto de corto como de largo plazo, es decir es una situación grave de insolvencia. En un shock de liquidez se liquidan las recientes inversiones, reduciendo el producto en el siguiente periodo. Este problema puede ser desencadenado por pánico financiero, como consecuencia de contagio financiero o por las expectativas de los agentes privados, más específicamente por sobre reacciones ante algún desequilibrio transitorio. En dichas circunstancias, las Reservas Internacionales constituyen un mecanismo de coordinación entre los agentes de la economía, puesto que un importante acervo de reservas no da lugar a dudar de la capacidad de pago del país o a pensar en una posible depreciación significativa de la moneda.

Por otro lado, bajo un sistema flexible de tipo de cambio el Banco Central puede intervenir, principalmente, para evitar la excesiva volatilidad del mismo. Estas intervenciones, al igual que en un régimen de tipo de cambio fijo, consisten en inyectar divisas al mercado retirando, de esta manera, el exceso de liquidez en moneda nacional a través de la colocación de bonos.

Otro componente esencial que existe al considerar el tipo de cambio, es el tipo de cambio real (TCR); el cual se ha convertido recientemente en una de las variables económicas más importantes en los países en desarrollo. Se define esta variable

como la razón entre el precio de los bienes extranjeros en moneda local, es decir multiplicado por el tipo de cambio nominal, y el nivel de precios local. Esta es una medida de la competitividad general del país en los mercados internacionales.

Se dice que un país está en un nivel de tipo de cambio de equilibrio cuando se logra simultáneamente el equilibrio externo e interno. Cuando existe una sobre o sub-valoración se trata de una situación en la que el TCR observado experimenta desviaciones sostenidas con respecto a su nivel de equilibrio de largo plazo, es decir, está desalineado. Los costos asociados a una sobrevaloración del tipo de cambio real, son costos en términos de bienestar por las pérdidas relacionadas al comercio, las pérdidas en los excedentes del consumidor y del productor; y otro costo en términos de eficiencia, ya que una sobrevaloración del TCR desincentiva las exportaciones. Se puede ajustar el TCR a su nivel de equilibrio a través del tipo de cambio nominal o por medio de los precios locales.

Las vías de ajuste (revaluación nominal o inflación) tienen distintas e importantes repercusiones macroeconómicas. Si el alineamiento se da por medio de revaluaciones nominales, la relación de precios entre bienes transables y no transables se ajusta rápidamente, en detrimento de los comercializables a nivel internacional, recayendo el ajuste, de esta manera, en el sector productor de estos bienes (transables). En el otro caso, si las presiones inflacionarias producidas por la acumulación de reservas no se ajustan vía tipo de cambio nominal, generan desequilibrios monetarios que desencadenan en un incremento general de precios. Para controlar estos efectos monetarios se puede recurrir a una mayor restricción fiscal, viéndose amenazada la inversión pública en el campo social y en infraestructura perjudicando el desarrollo del país.

### 2.4.3 RESERVAS INTERNACIONALES E INFLACION

Las Reservas Internacionales netas tienen un nexo directo con la oferta monetaria, a raíz de su presencia en la base monetaria o dinero de alto poder expansivo. Las Reservas Internacionales forman parte del origen de la base monetaria junto al Crédito Interno Neto (CIN) que es la variable de control que tiene la autoridad monetaria, ya que es lo único que se puede regular porque no lo puede hacer con los cambios provenientes del comercio exterior que originan las Reservas Internacionales. El destino de la base monetaria está conformado por el total de billetes y monedas en poder del público, el circulante (C), más las reservas bancarias (RB). Se plantea la siguiente igualdad:

$$RIN + CIN = \text{Base Monetaria} = RB + C$$

Sin embargo, esta no es la cantidad total de dinero ofrecida por el sistema monetario ya que se le debe agregar la generación de dinero secundario por parte del sistema bancario mediante el multiplicador monetario, es decir:

$$\text{Oferta monetaria total} = (1/c + r(1-c)) * BM$$

Donde:

$C = C M1$ , se denomina propensión o preferencia del público a mantener liquidez.

$r = RB$  Depósitos a la vista ( $Dv$ ), denominada tasa efectiva de reservas bancarias.

En consecuencia, la oferta monetaria depende de la actuación de tres agentes: del Banco Central mediante la emisión o base monetaria, del público a través de la propensión a mantener liquidez, y del sistema bancario a través de las variaciones en su tasa efectiva de reservas.



Teniendo en cuenta el peso de las RIN dentro de la oferta monetaria y que la inflación está en función de la cantidad de dinero, es que se ve el importante nexo entre estas dos variables.

## **2.5 RESERVAS INTERNACIONALES Y SU NIVEL ÓPTIMO**

Como se desarrolló en las secciones anteriores, un país requiere un acervo adecuado de reservas principalmente por motivos transaccionales, de liquidez y confianza, es decir se debe tener la suficiente cantidad de dinero para responder a sus obligaciones con el extranjero, tanto la deuda externa como pagos por importaciones que se realiza, es decir, desbalances de la cuenta corriente.

Los motivos de liquidez y confianza se relacionan con el rol que juegan las reservas a la hora de dar estabilidad al tipo de cambio, es decir permiten al Banco Central salir a estabilizar el tipo de cambio y al sistema financiero. Cuando existen desfases entre la Oferta y Demanda de divisas tiende a existir presiones sobre la tasa de cambio de la moneda local, la cual puede ser aliviada si se cuenta con un nivel de reservas que permita defenderla, cuando se dé el caso.

Además, las reservas internacionales contribuyen a la estabilidad económica y financiera del país, en la medida que garantizan la disponibilidad de divisas en situaciones extraordinarias tales como un eventual retiro significativo de depósitos en moneda extranjera del sistema financiero o shocks externos de carácter temporal que pudieran causar desequilibrios en el sector real de la economía y retroalimentar expectativas.

### 2.4.1 RESERVAS INTERNACIONALES Y PAGOS EXTERNOS

Las reservas cumplen la función de ser el medio de pago de las transacciones con el exterior. El Banco Central debe tener una cantidad necesaria de reservas para responder al servicio de la deuda externa que tiene el país, ya que de no hacerlo se producirá una "corrida contra la deuda" que tiene consecuencias desastrosas para el normal desenvolvimiento de la economía puesto que se tendrá que solicitar nuevas negociaciones de la deuda con condiciones más desfavorables para el país deudor, además de perjudicar al financiamiento futuro que pueda requerir dicho país.

La importancia de este punto radica en que el no pago de la deuda (default) repercutiría en la facilidad de acceder a financiamientos externos ya que "las reservas internacionales sirven como garantía de que el país tiene el respaldo suficiente para realizar los pagos correspondientes a sus obligaciones externas, por lo que contar con un nivel adecuado de reservas será una señal de liquidez y solvencia que atraerá flujos de capitales externos.

No obstante, cuando se habla de pagos internacionales no solo se refiere a la deuda, como ya se dijo anteriormente, también se refiere a desequilibrios en la cuenta corriente. Es por esto que existe la regla de que un país debe mantener como mínimo el equivalente a tres meses de importaciones; en este caso, las reservas también actúan como un amortiguador ante shocks sobre la cuenta corriente. En ausencia de financiamiento externo y ante un déficit transitorio en la balanza de pagos, la desacumulación de reservas financiara el desequilibrio sin tener que sacrificar otras variables como el nivel de gasto agregado y del producto de la economía repercutiendo en el bienestar social.

Existen diversos trabajos que tratan de encontrar el nivel adecuado u óptimo de reservas internacionales con respecto a variaciones en la balanza de pagos y del grado de apertura de la economía, lo cual los dirigen principalmente a la cuenta corriente de la balanza de pagos.

### **2.5.1 RESERVAS INTERNACIONALES, MERCADO DE DIVISAS Y TIPO DE CAMBIO**

Un Banco Central debe tener la suficiente cantidad de reservas internacionales para evitar crisis cambiarias; la cual se caracteriza por un ataque especulativo en contra del tipo de cambio derivando en una fuerte depreciación por lo que las autoridades monetarias deben sacrificar reservas internacionales con el fin de defender el tipo de cambio. Esta crisis, en una economía con tipo de cambio flexible, se desencadena principalmente por grandes salidas de capital que originan un shock en la cuenta capital de la balanza de pagos reduciendo la cantidad de divisas del país, y por lo tanto se crean presiones para la depreciación, es decir, tiende a aumentar el precio de las divisas.

La fuga de capitales puede ser originada porque los inversionistas no consideran como respaldo de solvencia y liquidez el acervo de reservas internacionales; si esta fuga hace necesaria una intervención del Banco Central para mantener estable el tipo de cambio, las reservas disminuirán aún mas, incentivando a los agentes a especular en contra de su propia moneda generando una fuerte depreciación del tipo de cambio.

El resultado de pasar por esta crisis tiene repercusiones negativas sobre el bienestar de las personas; ya que una gran depreciación afectara a las empresas con deudas en moneda extranjera, se reducirá el crédito interno como así también

el acceso a mercados internacionales de capital, aumentara la tasa de inflación trayendo consigo todas las consecuencias perversas de esta como ser la disminución del consumo agregado y caída del PIB.

La severidad de los efectos de esta crisis dependerá de la capacidad que tenga el Banco Central en introducir divisas a la economía, dependiendo esta de la accesibilidad a mercados internacionales y de la fuga de capitales; como así también del stock inicial de reservas internacionales que mantenga el ente emisor. Es por esto que se sugiere que para mantener la política cambiaria y la convertibilidad de la moneda, el Banco Central debería cubrir todos los agregados en moneda nacional, ya que un ataque cambiario se materializaría una huida de la moneda nacional y en la consiguiente contracción de la base monetaria repercutiendo en una pérdida en el producto.

El Banco Central para evitar tal situación tendría que aumentar el tipo de cambio, es decir, depreciar su moneda. No obstante, no se haría necesario cubrir el total de los agregados ya que un ataque especulativo representaría una proporción de algún agregado en moneda nacional porque suponer que los agentes económicos están dispuestos a desestabilizar su moneda hasta hacerla desaparecer es un supuesto muy fuerte y difícil de sostener empíricamente. Ellos sugieren la siguiente identidad que representa el monto para cubrir dicho ataque:

$$S = a * (BM/TC)$$

Donde:

a = porcentaje de la base monetaria en dólares que representa el ataque especulativo.

BM = Base Monetaria

TC = Tipo de cambio

## **2.5.2 EL SISTEMA FINANCIERO Y LAS RESERVAS INTERNACIONALES**

El mantener suficientes reservas se justifica para dar respuesta a shocks internos o pánicos financieros que amenazan al sistema financiero. Este tipo de ataque que viene bajo el signo de crisis o corrida bancaria, es entendida como una crisis de expectativas y de confianza en el sistema bancario en la cual se registra una pérdida de depósitos existiendo la posibilidad de que uno o varias instituciones de crédito no logren atender sus compromisos entrando en cesación de pagos, colapsando el sistema. Para evitar esta crisis el Banco Central debe cumplir su rol de prestamista de última instancia brindando liquidez al sistema financiero.

## **2.6 EL COSTO DE OPORTUNIDAD Y USO ALTERNATIVO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES**

Las relaciones de reservas internacionales con los pagos internacionales, el tipo de cambio y la estabilidad del sistema financiero, presentadas anteriormente, indicarían un nivel adecuado de las mismas. Sin embargo, el presente estudio trata de encontrar un uso alternativo, por lo que en el análisis empírico es necesario incluir el análisis del nivel de excedente de las reservas internacionales.

Los enfoques sobre el costo de oportunidad son varios. Una perspectiva señala que el costo de oportunidad está determinado como la diferencia entre la tasa de retorno del capital invertido en la economía y la tasa de rendimiento de las reservas, multiplicado por el volumen total de las reservas internacionales del país, siendo este un costo inevitable. Por otro lado se plantea que el costo de oportunidad puede ser medido como la diferencia entre la tasa de interés promedio de la deuda externa y la del rendimiento de las reservas, solo en el caso

de que la tasa marginal del préstamo sea superior a la productividad marginal del capital, ya que esto nos indicaría que los préstamos no son destinados a proyectos productivos y rentables.

Existen diferentes estudios sobre el nivel óptimo de reservas internacionales. Sin embargo, un modelo para determinar el nivel óptimo de reservas internacionales debe contemplar el costo de quedarse sin reservas internacionales para realizar los pagos internacionales que debe honrar el país; el nivel de reservas para respaldar el tipo de cambio, como así también para cumplir el papel de prestamista de última instancia del Banco Central; y por supuesto la utilización para la constitución de fondos de desarrollo.

# Capítulo 3

# MARCO PRÁCTICO

## **SUMARIO**

**1.7 LA EVOLUCION DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES NETAS**

**1.8 FACTORES DETERMINANTES: LA REMONETIZACION**

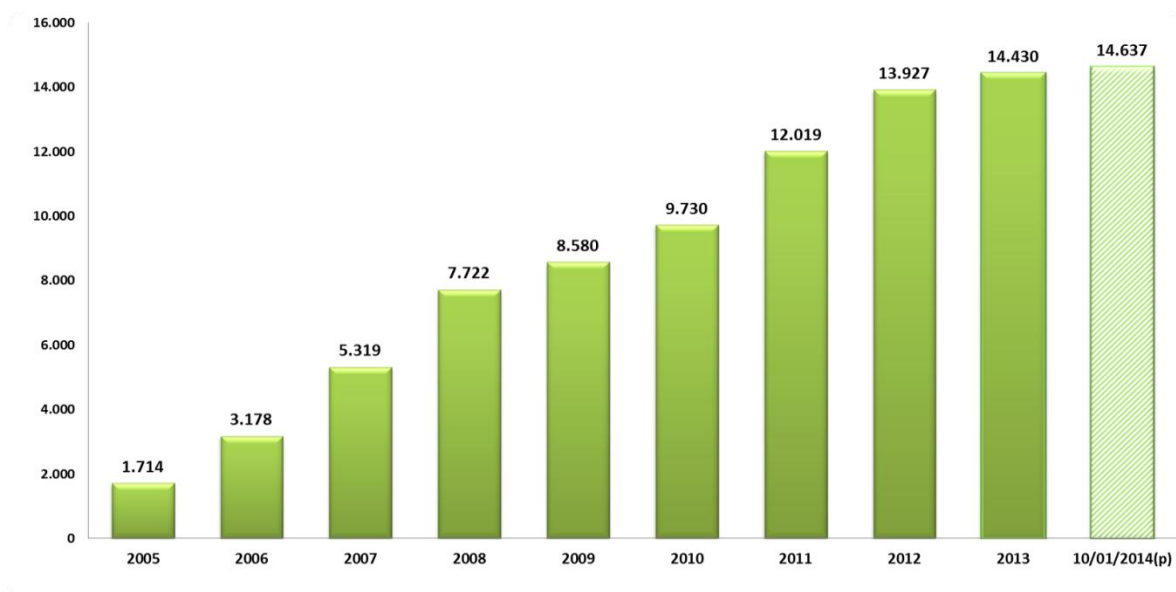
**1.9 LOS RATIOS DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES**



### 3. 1 LA EVOLUCION DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES NETAS

A partir del año 2005 gran parte de las economías del mundo experimentaron un incremento significativo en las reservas internacionales incluyendo los países emergentes latinoamericanos. Este aumento importante obedeció básicamente al favorable contexto externo que experimentaron hasta aproximadamente mediados del 2008. Otro factor que impulso el aumento significativo de las RIN en algunas economías fue la intención de mitigar las presiones sobre el tipo de cambio dada la experiencia de salida abrupta de divisas por cuenta corriente y/o capital. En el caso Boliviano, según se advierte en el gráfico 1, las reservas constituidas en el Banco Central de Bolivia (BCB) se incrementaron de manera significativa pasando de un nivel de MM\$us. 1.714 en el año 2005 a MM\$us. 14.637 en 2014, lo que significó un crecimiento promedio anual de 20,5%.

**Gráfico 1 Evolución de las Reservas Internacionales Netas  
(Saldo en millones de dólares)**



Fuente: Elaboración en Base a datos del BCB

No obstante, una característica a destacar es el aumento casi exponencial a partir del año 2006 -que marca una etapa coincidente con el inicio de la administración del Gobierno de Evo Morales- y que en definitiva el modelo de economía adoptado basado en una participación más activa del estado permitió cambios en la orientación de la política económica posibilitaron el crecimiento y fortalecimiento continuo de la RIN

El significativo crecimiento de las Reservas Internacionales en la economía de Bolivia se tradujo en variaciones positivas de las RI Netas y del sistema financiero en contraste con las obligaciones. Por ejemplo, a diciembre de 2013 las reservas netas del BCB representaron a MM\$us. 14.430 y las Reservas Consolidadas que incluyen las resevas del sistema financiero y el Fondo de Inversión Nacional Productivo (FINPRO) llegaron a un nivel record de MM\$us. 17.291 (Cuadro 2)

Cuadro 2 Reservas Consolidadas

	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	VARIACIÓN Dic13/Dic12	
				ABSOLUTA	RELATIVA
<b>I. CONSOLIDADAS (II+III)</b>	<b>13.196</b>	<b>15.349</b>	<b>17.291</b>	<b>1.943</b>	<b>12,7</b>
Brutas	13.208	15.364	16.123	760	4,9
Obligaciones	12	15	34	19	125,5
<b>II. BCB NETAS</b>	<b>12.019</b>	<b>13.927</b>	<b>14.430</b>	<b>503</b>	<b>3,6</b>
Brutas	12.019	13.927	14.430	504	3,6
Obligaciones	0	0	0	0	0
<b>III. RESTO SISTEMA FINANCIERO<sup>1</sup> NETAS</b>	<b>1.177</b>	<b>1.422</b>	<b>1.659</b>	<b>237</b>	<b>16,7</b>
Brutas	1.189	1.437	1.693	256	17,8
Obligaciones	11	15	34	19	124,1
<b>IV. FINPRO</b>			<b>1.202</b>	1.202	-
Brutas			1.202	1.202	-
Obligaciones					

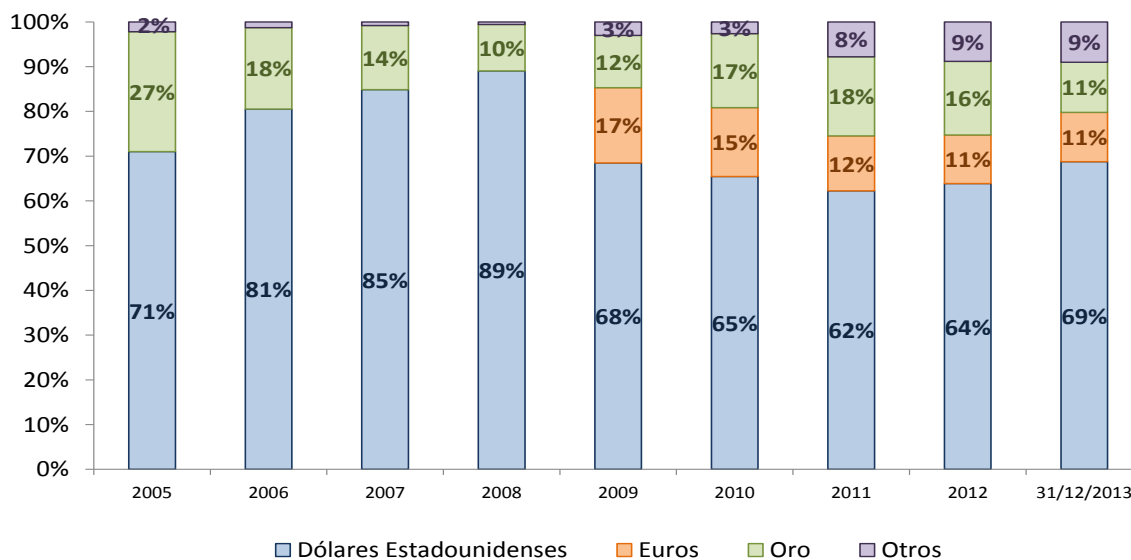
Fuente: Banco Central de Bolivia

En cuanto a la estructura de monedas de las reservas internacionales en el período 2005-2012 se experimenta cambios importantes. Para el año 2005, el 71% las RIN se expresaban en dólares americanos; el 21% el Oro y 2 % en DEG.

La Gestión 2009 el BCB determinó crear el portafolio Euro que representó el 17% de las RIN, el portafolio dólares americanos se expresaba en Oro y un 3% en DEG. Para el cierre de la gestión 2012 las inversión en moneda dólares americanos significaron el 64%, el oro significó en valoración el 16% y el portafolio Euro el 11%.

Durante la gestión 2011 se incluyó el portafolio Global de inversiones en Renminbis Chinos e inversiones en el fondo de títulos protegidos contra la inflación TIPS del Banco Internacional de Pagos (BIS) por un monto de USD 500 Millones. La estructura de las reservas internacionales por monedas incluyó las inversiones en dólares canadienses y dólares Australianos.

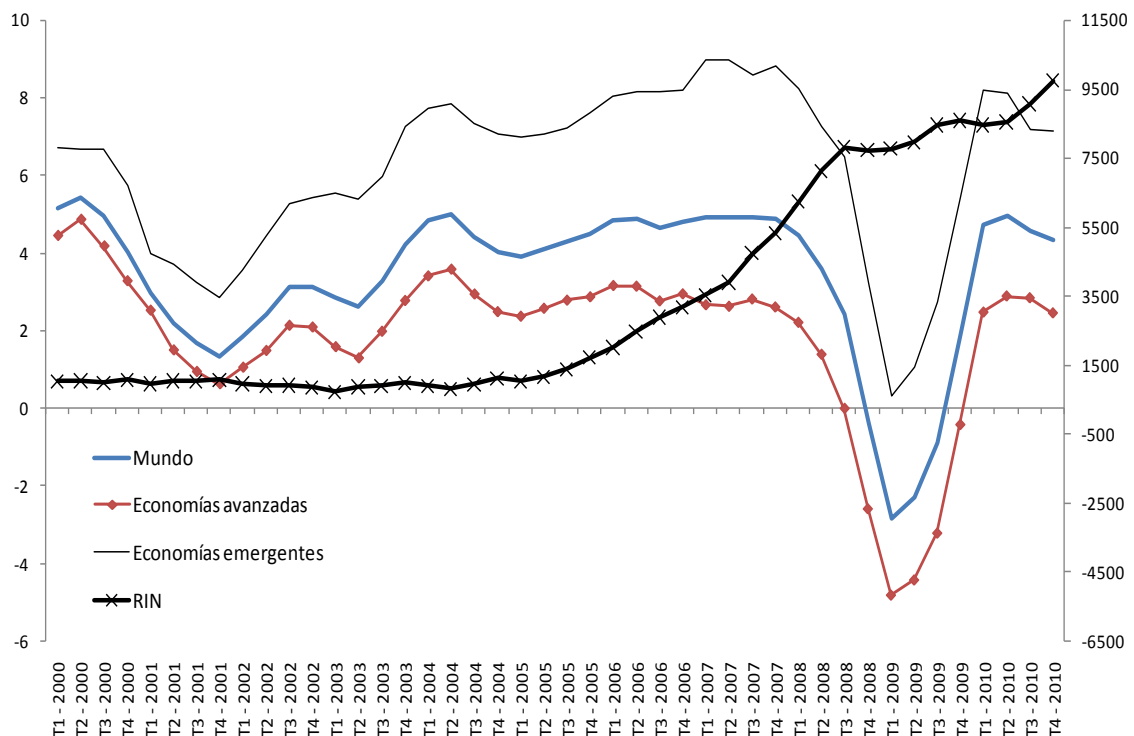
**Gráfico 2**  
**Reservas Internacionales**  
**Estructura por monedas**  
(En porcentajes)



Fuente: Banco Central de Bolivia

La evolución de las RIN en Bolivia son –básicamente- resultados asociados a factores internos ligados a la política económica implementada a partir del 2006 y adicionalmente son un resultado del contexto internacional favorable. Si bien, el comportamiento de la economía mundial presenta ciclos de alzas y bajas como se advierte en el gráfico 2, los niveles elevados observados de crecimiento en los países emergentes son una explicación plausible al favorable resultado que se tuvo en balanza de pagos.

**Gráfico 3 Crecimiento económico mundial por regiones  
(Variación trimestral con respecto a un año antes)**



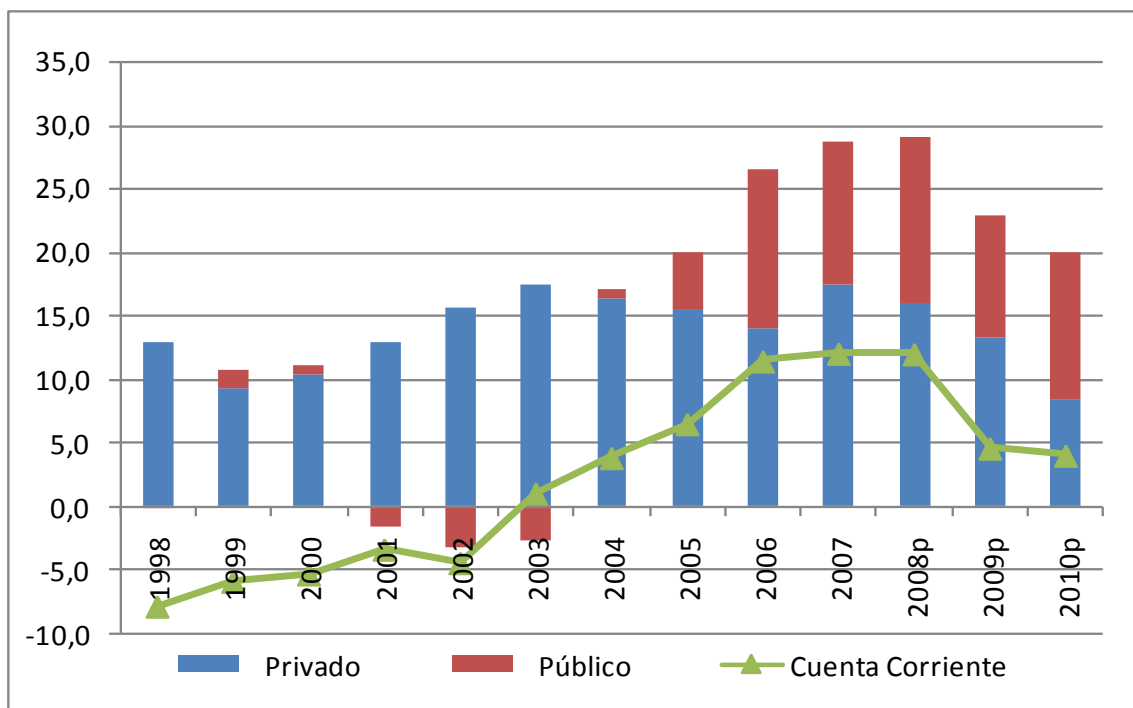
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCB

Durante el período 2005-2012 la economía mundial, presentó episodios de desaceleración y de recuperación. El debilitamiento observado en la zona del

Euro como prolongación de la crisis de la deuda griega, los efectos contagio hacia las economías de España e Italia y el débil desempeño de la economía norteamericana contribuyeron al deterioro de la demanda externa global. Contrasta el desempeño económico de las economías emergentes que mantuvieron tasas de crecimiento positivas en promedio por encima del 6% lo que contribuyó a mantener una dinámica positiva.

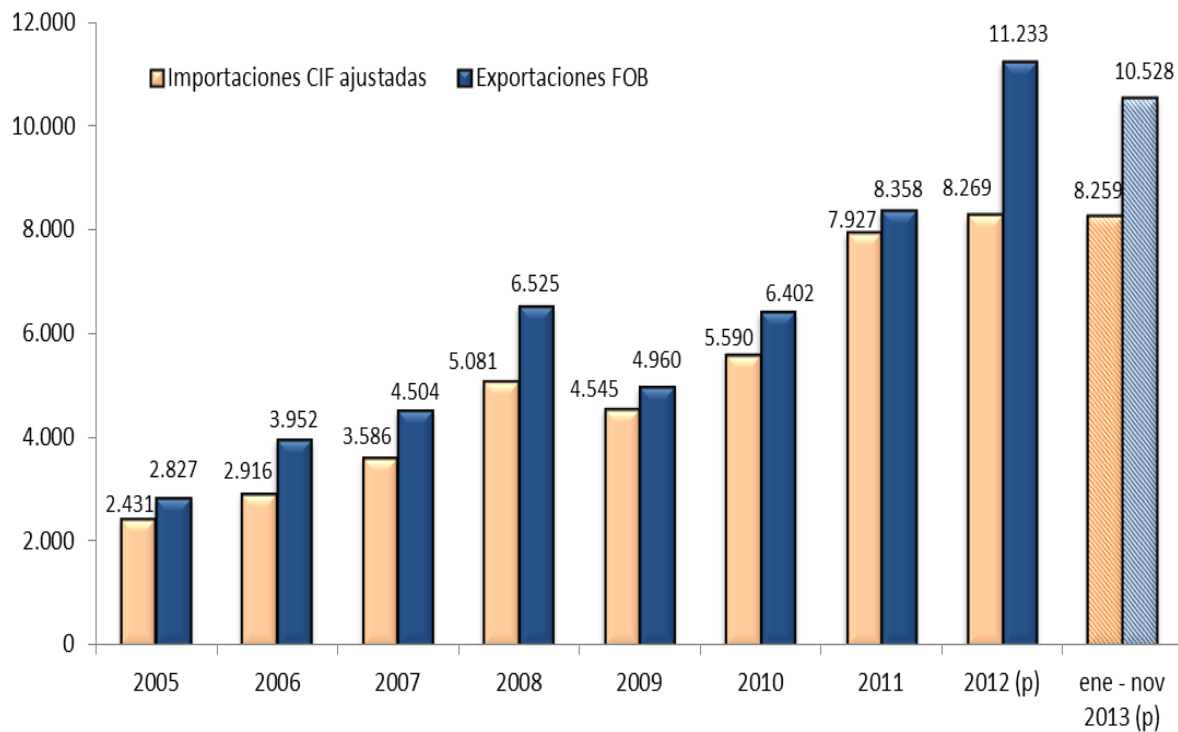
Los ingresos provenientes de la exportación fueron en definitiva uno de los factores que permitieron lograr resultados positivos en la balanza comercial. Aunque el índice de precios productos básicos de exportación se encuentra en sus máximos históricos, gran parte del crecimiento de las RIN obedeció a la negociación de precios del gas realizadas con Brasil y Argentina.

Grafico 4 Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos y Ahorro Nacional Público y Privado  
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Elaboración en base a datos del BCB

Gráfico 5  
Balanza Comercial Flujos acumulados  
(En millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Bolivia

El Gráfico 6 ilustra el crecimiento del Índice de productos básicos de exportación (IPBX) a partir del año 2006, llegando a un nivel de 150 que supuso ingresos extraordinarios para los sectores de hidrocarburos, minería y las exportaciones no tradicionales. El importante crecimiento económico en los países emergentes por una parte y la situación de desempeño económico favorable de los principales socios comerciales de la Región –Brasil y Argentina- permitieron que Bolivia logre inéditos superávits comerciales en el período 2006-2013.

Grafico 6 Precio de productos básicos de exportación de Bolivia (Índice, diciembre 2006=100)

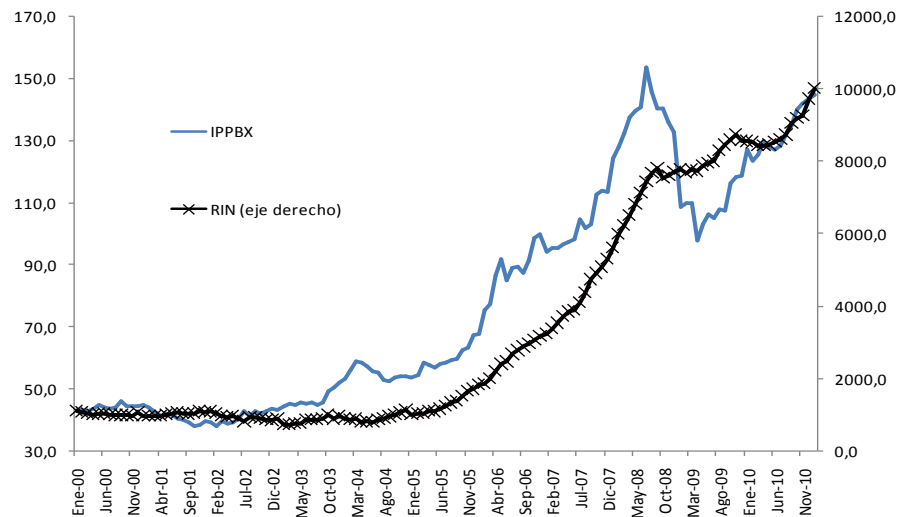
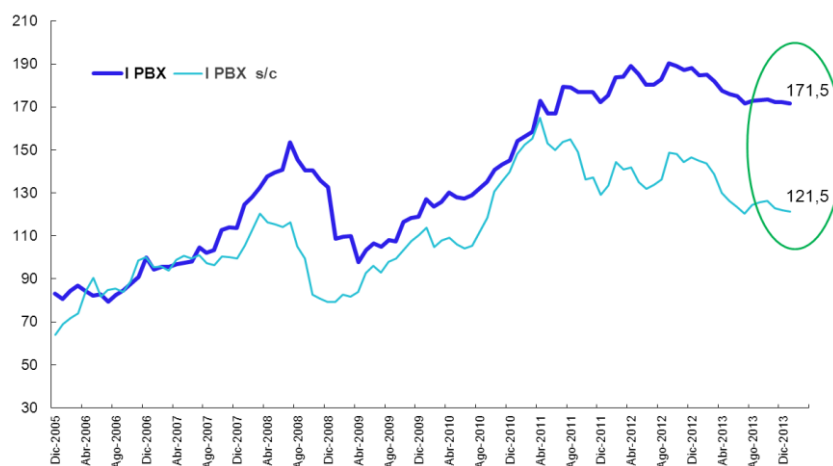


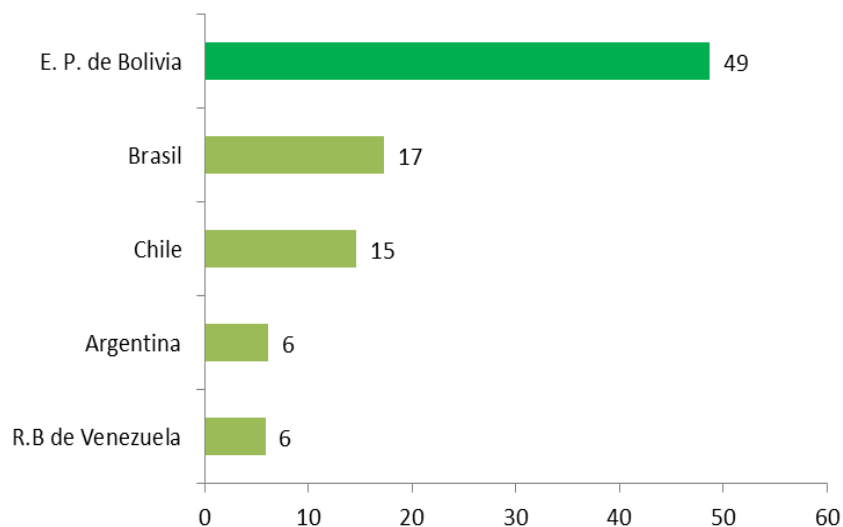
Grafico 7 Precio de productos básicos de exportación de Bolivia (Índice, diciembre 2006=100)



Fuente: Elaboración en base a datos del BCB

La evolución de las RIN y los resultados favorables en Balanza de Pagos significaron que a diciembre de 2013 el E.P. de Bolivia presentó el nivel más alto de reservas internacionales en porcentaje del PIB en América Latina (49%) mostrando una sólida posición externa.

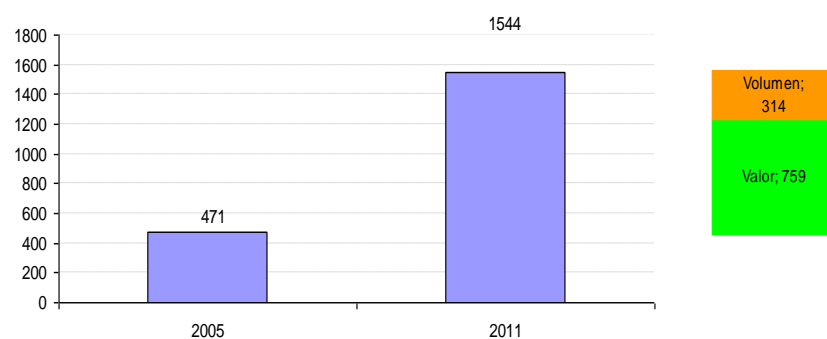
**Gráfico 8 Reservas Internacionales Netas del BCB,  
Diciembre 2013  
(En % del PIB)**



Fuente: Banco Central de Bolivia

Un factor adicional del crecimiento de las RIN se debe a la valorización del oro. Hasta el año 2009 el BCB contaba con un total 28,3 TM. El Gráfico 9 ilustra el aumento del valor del Oro que significó un aumento de 759 millones de dólares entre el año 2005 y 2011. Cabe señalar que el incremento en el valor del oro se debe también a que el BCB compró oro en la gestión 2010 utilizando parte de sus reservas en dólares.

**Gráfico 9 Valoración del Oro**



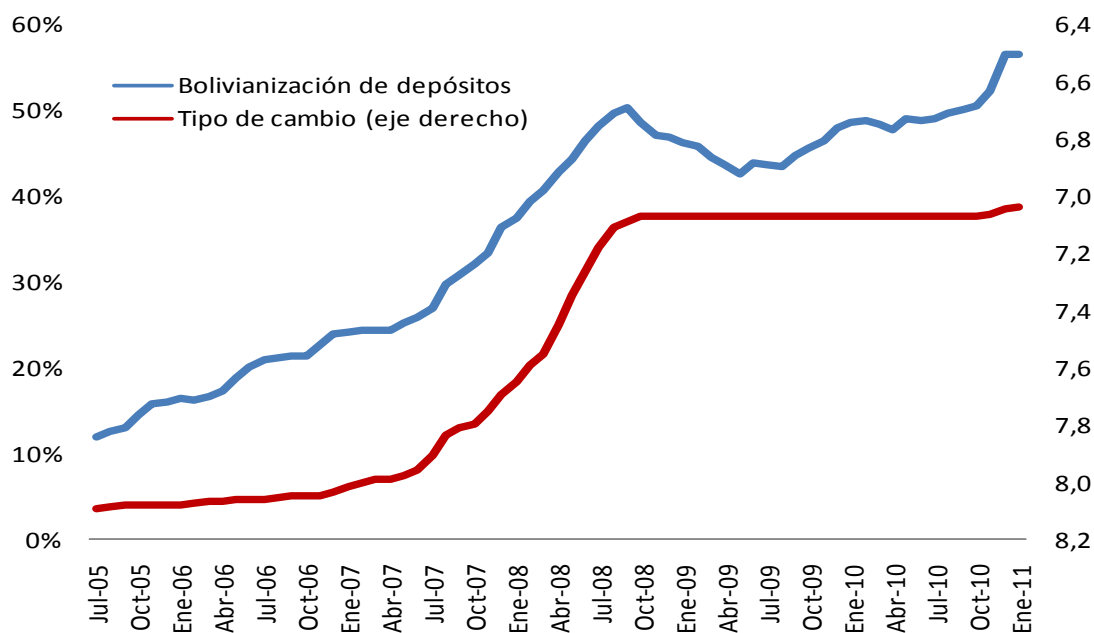


### 3.2 Factores determinantes: La Remonetización de la Economía

Un rasgo distintivo de la economía boliviana desde la profunda crisis experimentada entre los años 1982-1985, fue la dolarización que significó la presencia de un sistema financiero que desplazaba la moneda nacional en sus principales operaciones de crédito. La dolarización en Bolivia ha sido una característica de los últimos veinte años, pues hacia finales de 2003 el porcentaje de depósitos y de cartera en moneda extranjera sobrepasó el 90% del total

La política económica establecida a partir del 2006, privilegió la remonetización de la economía denominada “Bolivianización”. La bolivianización es el resultado de políticas adoptadas en los últimos años que supuso un cambio estructural en las operaciones del sector público y privado apoyado básicamente en una política cambiaria que desincentivó la utilización de la moneda extranjera.

**Grafico 10 Bolivianización de depósitos y apreciación de la moneda nacional**  
(En porcentaje y bolivianos por dólar)



Fuente: Elaboració en base a datos del BCB

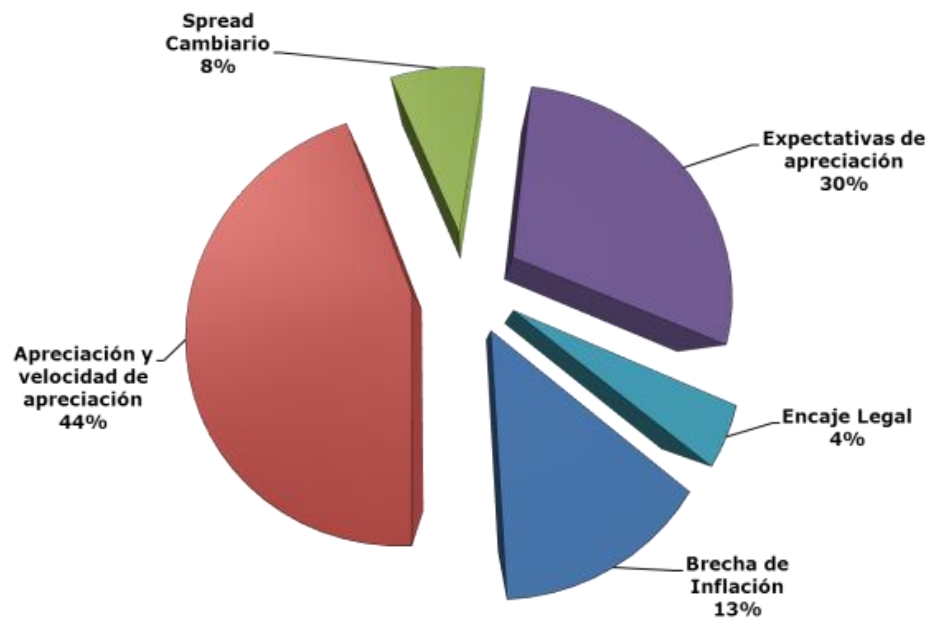
El gráfico 10 detalla el movimiento positivo que tuvieron las operaciones de depósitos y que muestra la reversión de la preferencia de los agentes económicos por la moneda nacional

La política de la bolivianización, permitió la mejora en la efectividad de las políticas cambiaria, monetaria y fiscal. Asimismo, el sistema financiero ingresó en una creciente profundización al incrementarse los depósitos y los créditos muy por encima de los promedios históricos.

Varios factores impulsaron el proceso de remonetización, destacándose la orientación de la política cambiaria que en su primera etapa, impulso el cambio de portafolio de los agentes económicos privilegiando el uso de la moneda nacional. Bajo esa dinámica, dada la política de la apreciación de la moneda, las expectativas de mayor depreciación de la moneda extranjera condujo a una preferencia marcada por el uso del boliviano como medio de transacción, medio de ahorro y se afianzó gradualmente a recuperar su espacio como unidad de cuenta. El grafico 11, ilustra los determinantes de la bolivianización, que fue impulsado también por reformas en el encaje legal entre otros.

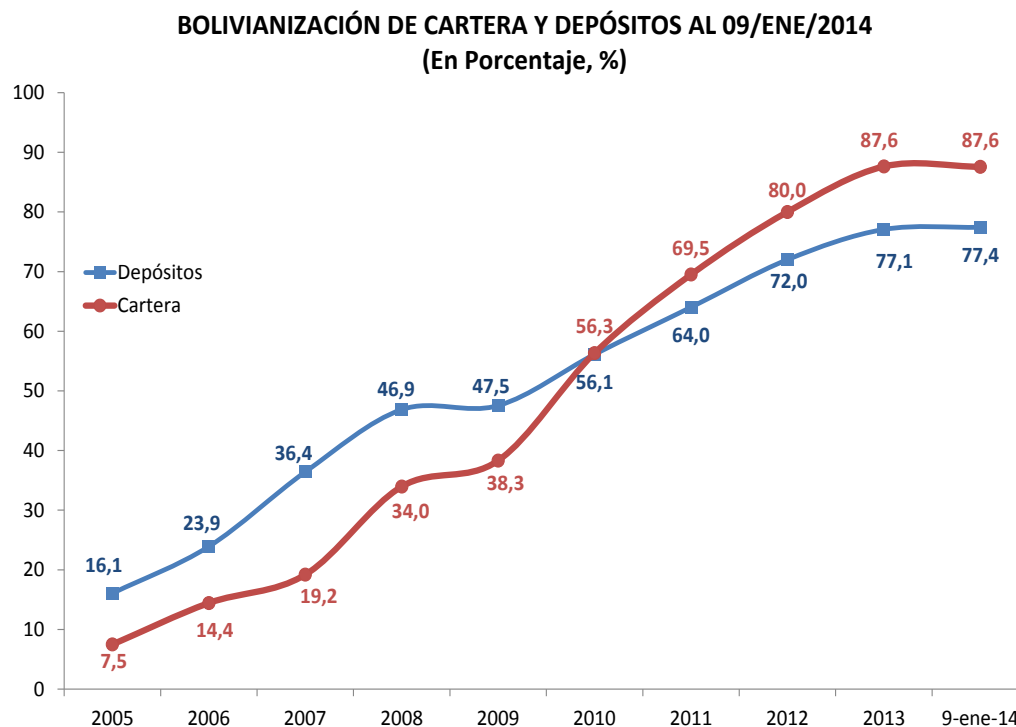
La remonetización o bolivianización de la economía fue impulsada mediante medidas complementarias de carácter monetario. Así, la profundización de un sistema de encaje legal diferenciado por monedas: con mayor énfasis en las captaciones en moneda extranjera desincentivó el uso de esta moneda y permitió que las operaciones en moneda nacional se dinamicen.

Grafico 11 Determinantes de la Bolivianización  
(Entre 2005 – 2013)



Fuente. Banco central de Bolivia

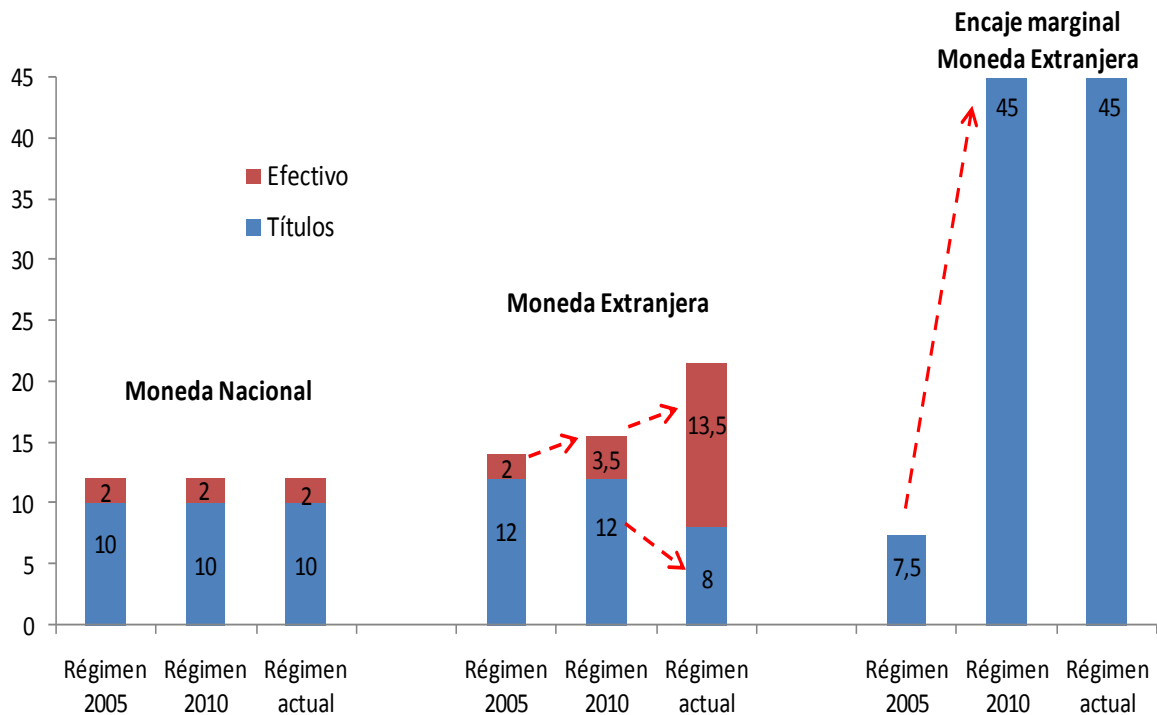
El encaje legal consiste en la retención por parte del BCB de un porcentaje de los depósitos que mantiene el público en las entidades del sistema financiero y representa un instrumento que se utiliza no solo con fines prudenciales; de regulación de la liquidez sino que formó parte de los instrumentos para impulsar la bolivianización y la expansión de crédito en moneda local.



Fuente. Banco central de Bolivia

El gráfico 13 muestra los cambios realizados por la autoridad monetaria en relación a al encaje legal para los depósitos en moneda extranjera que sufre modificaciones de 12 a 21,5% y para depósitos nuevos a partir de 2010 un encaje adicional de hasta 45%. Tales cambios reflejan una intencionalidad clara de privilegiar las operaciones en moneda nacional y desincentivando el uso de la Moneda extranjera. En general, el encaje legal requerido en títulos en Moneda extranjera tendió a incrementarse en la gestión 2012 acentuándose la diferencia por monedas ampliándose la base de los depósitos en moneda extranjera sujeta a encaje adicional internalizando los costos de la dolarización a los agentes económicos.

Grafico 13 Encaje legal diferenciado por monedas

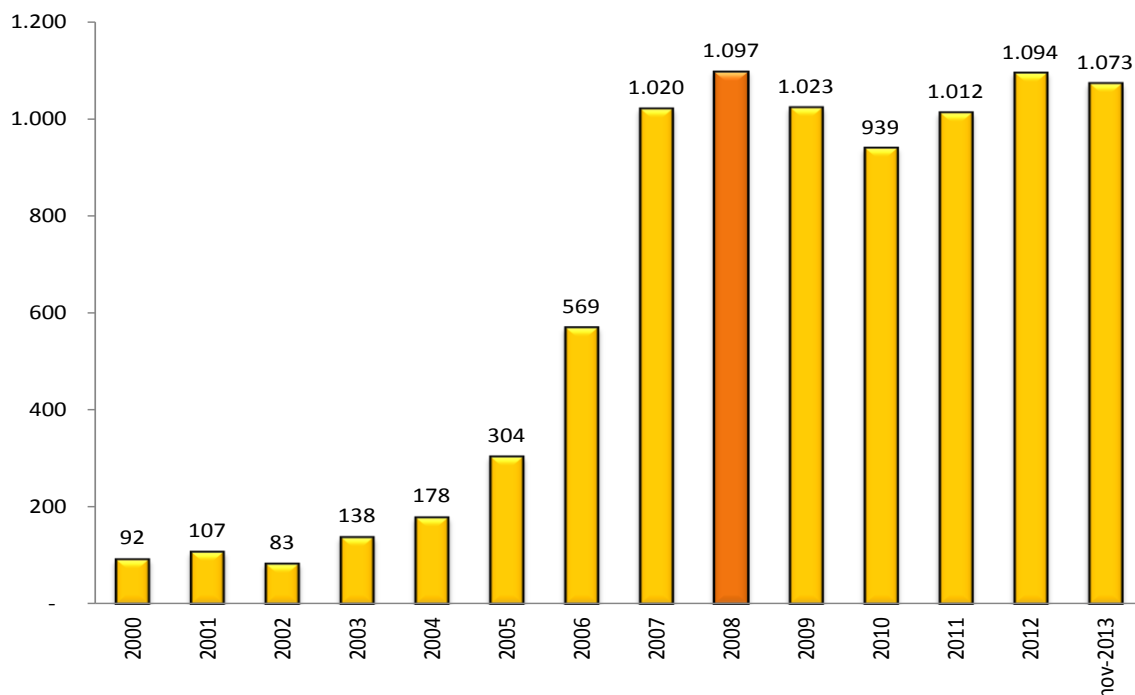


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCB

Otro factor que contribuyó de forma positiva al incremento de las reservas internacionales, fueron las remesas. Según se observa en el grafico 14 el flujo de envíos de dinero provenientes del exterior tuvo un crecimiento destacable. De un nivel de cerca de \$US 100 Millones a inicios de la década de 2000 se tuvo un crecimiento significativo multiplicándose por más de quince veces en términos nominales hasta alcanzar un monto de \$US 1.073 el año 2013.

Los importantes resultados (superávits permanentes) en la cuenta corriente de la balanza de pagos en el período 2005-2013 que es explicado básicamente por el incremento de las exportaciones, fue alimentado por el ingreso de remesas que superaron en los últimos años el volumen de transferencias oficiales, por lo que se puede considerar una fuente importante de financiamiento para segmentos de la sociedad.

Gráfico 14  
Remesas recibidas de trabajadores  
(En millones de dólares)



Fuente. Banco central de Bolivia

### Reservas Internacionales y los pasivos internos y externos

Un examen de las RIN y los pasivos internos muestra que a la Gestión 2010 los indicadores una posición acreedora. Conceptualmente, por el principio contable de registro en partida doble, el Activo es igual al Pasivo más el Patrimonio. Por tanto, las deducciones de los pasivos a la RIN pueden arrojar resultados bajos, sobre todo en entidades públicas cuyo Patrimonio no se acrecienta constantemente como es el caso del BCB. Sin embargo, el concepto de deuda neta que se maneja a nivel internacional, muestra que la posición acreedora del BCB se ha incrementado en forma sostenida tal como se refleja en el cuadro 3.

Cuadro 3: Deuda Neta del BCB

	2005	2006	2007	2008	2009	2010 p
I. Saldo Deuda Interna del BCB	128,4	322,9	1.151,7	2.482,9	1.758,3	1.376,9
II. Reservas Internacionales Netas del BCB	1.714,2	3.177,7	5.319,2	7.722,0	8.580,1	9.729,6
<b>III. Deuda Neta del BCB (I - II)</b>	<b>-1.585,8</b>	<b>-2.854,8</b>	<b>-4.167,6</b>	<b>-5.239,1</b>	<b>-6.821,8</b>	<b>-8.352,7</b>

Fuente. Banco central de Bolivia

La calidad de los activos y pasivos mejoró entre 2005 y 2010. Se incrementó la participación de los activos internacionales en el total y se redujeron las participaciones del crédito interno neto al sector público y al financiero. Por el contrario, los pasivos internacionales disminuyeron, mientras que los pasivos internos aumentaron, entre los que se destacan los depósitos del SPNF y el circulante en poder del público. Por tanto, la posición neta de activos internacionales del BCB mejoró considerablemente tal como se observan en los gráficos 15 y 16.

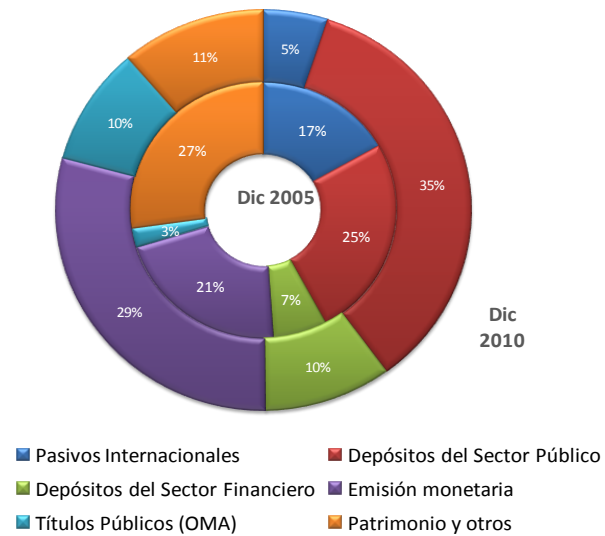
**Grafico 15**

**Balance del BCB - Activos**



**Grafico 16**

**Balance del BCB - Pasivos**

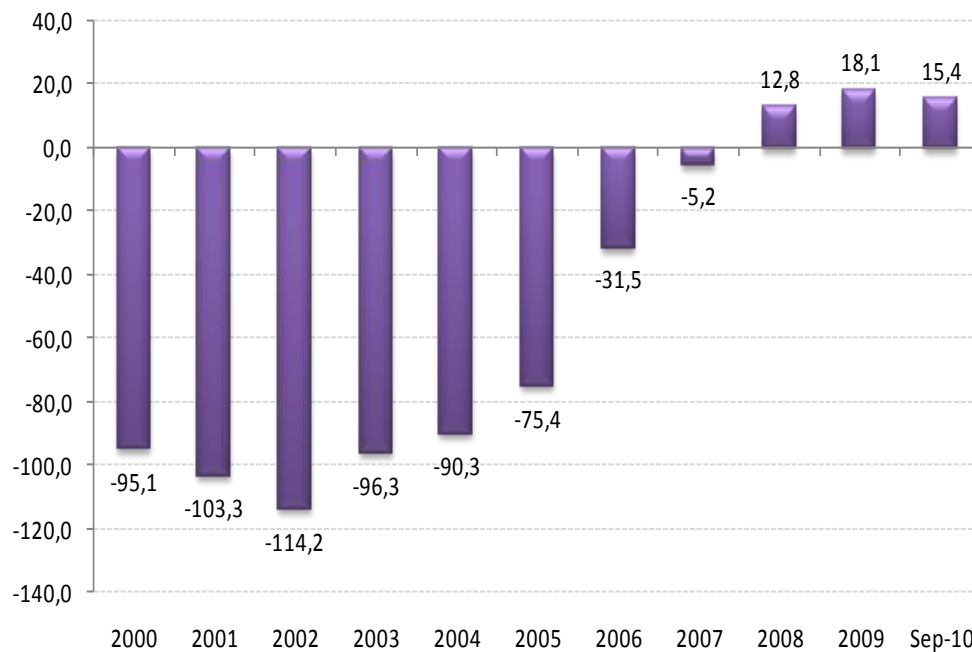


Fuente: BCB

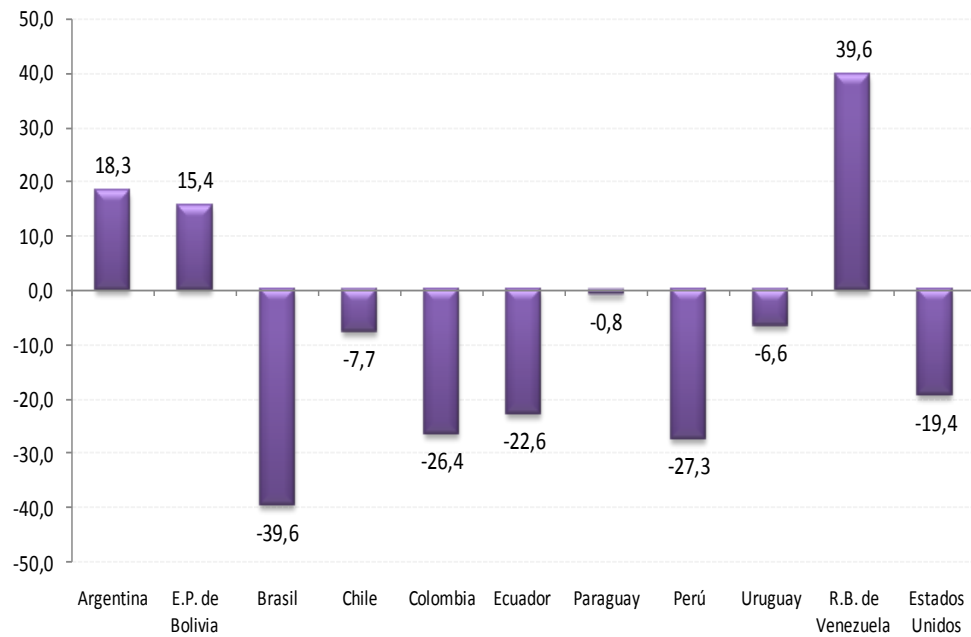


Las RIN han permitido que la Posición de Inversión Internacional, que mide el patrimonio de la economía, presente un saldo acreedor a partir del año 2008. Considerando la historia reciente, Bolivia es uno de los pocos países que registra un saldo acreedor frente al resto del mundo y esta situación de solidez ha permitido que las agencias de calificación de riesgos otorguen una valoración positiva.

**Gráfico 17 Evolución de la Posición de Inversión Internacional/ PIB de Bolivia  
(En porcentajes)**



**Grafico 18 Posición de Inversión Internacional/ PIB  
de países de la región y Estados Unidos  
(en porcentajes)**



Fuente. Banco central de Bolivia

### 3.3 LOS RATIOS DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Los ratios de cobertura de las reservas internacionales desde en el período 2005-2012 evidencian que la orientación de la política económica de acumulación de reservas tuvo como base priorizar el ambiente de estabilidad en la economía y además de establecer una señal de blindaje financiero frente a eventuales episodios de crisis.

Como se señaló en secciones anteriores, Bolivia registró el ratio más alto de la región (51% del PIB) consolidando una situación externa favorable. El Cuadro 4 detalla para la gestión 2005-2012 el aumento destacable en la cobertura de depósitos de las RIN que pasó de un nivel de 48% el 2005 a un 106% el año 2012, situación que es análoga con la cobertura al Dinero en un sentido amplio M<sup>3</sup> que cambió gradualmente de un nivel de 40% en 2005 al 86% el 2012. Asimismo, el ratio de cobertura de las RI a las importaciones se incrementó favorablemente y para 2012 permitía cubrir –eventualmente- más de un año y medio de importaciones

Los ratios de cobertura observadas en las últimas gestiones, al ser superiores a los parámetros de vulnerabilidad establecidos por los organismos internacionales, demostró el respaldo importante de las RIN a la estabilidad financiera y macroeconómica que dada la coyuntura internacional de inestabilidad, representa un medio para mitigar shocks externos.

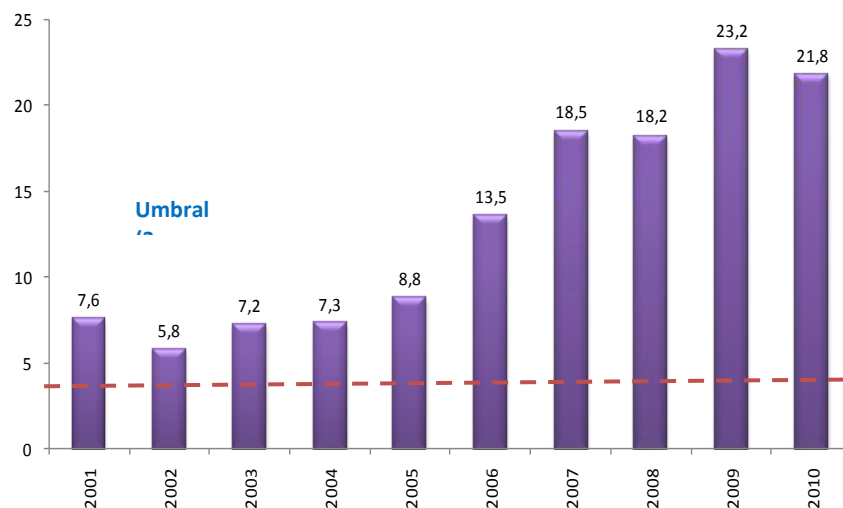
**Cuadro 4 Ratios de cobertura de la RIN**

Variable	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
RIN (Millones de ISD)	1.714	3.178	5.319	7.722	8.580	9370	12.019	13.927
RIN como % del PIB	18	28	40	46	49	49	50	51
RIN como % de depósitos	48	78	103	115	103	109	112	106
RIN como % M <sup>3</sup>	40	62	77	86	80	80	83	86
como % de Importaciones	73	113	154	152	189	181	157	162

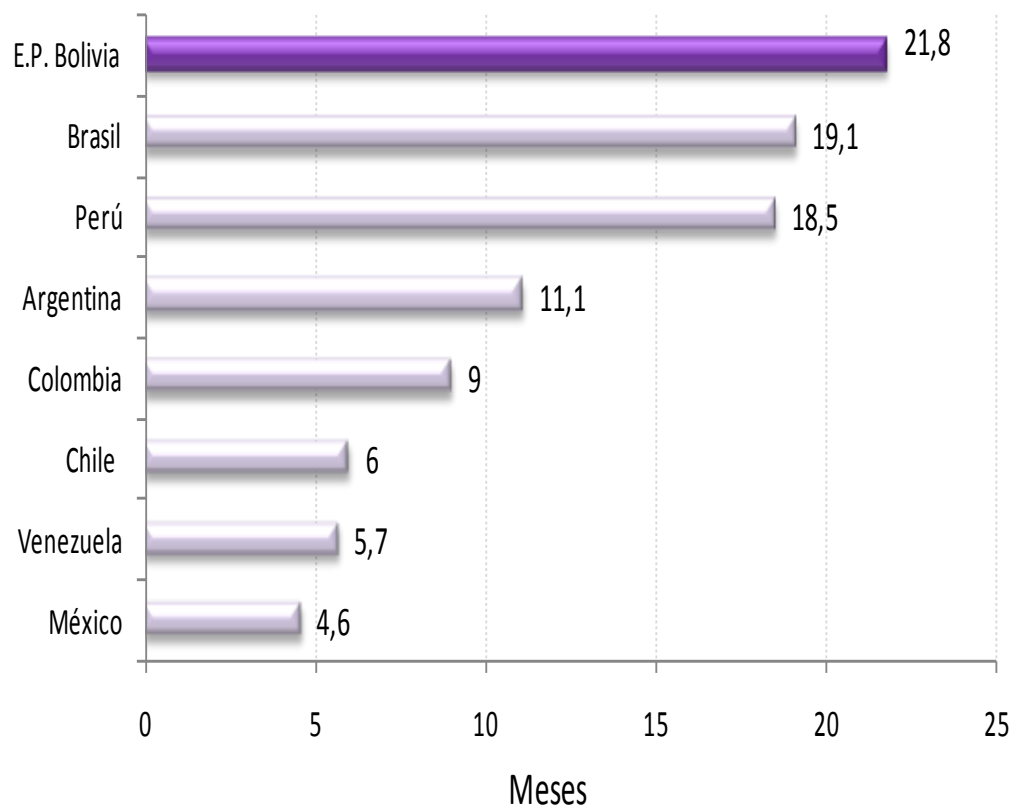
Fuente. Banco central de Bolivia

La economía boliviana presenta uno de los niveles más altos de las RIN en meses de importaciones de América Latina y por tanto una sólida posición externa (ver cuadro 5). El ratio RIN en meses de importación muestra una trayectoria creciente muy por encima del umbral internacionalmente aceptado (3 meses). Como se observa en el cuadro 6 las Reservas internacionales podrían cubrir más de 20 meses de Importaciones.

**Cuadro 5 Ratio RIN / Importaciones de Bienes CIF**  
(En meses)



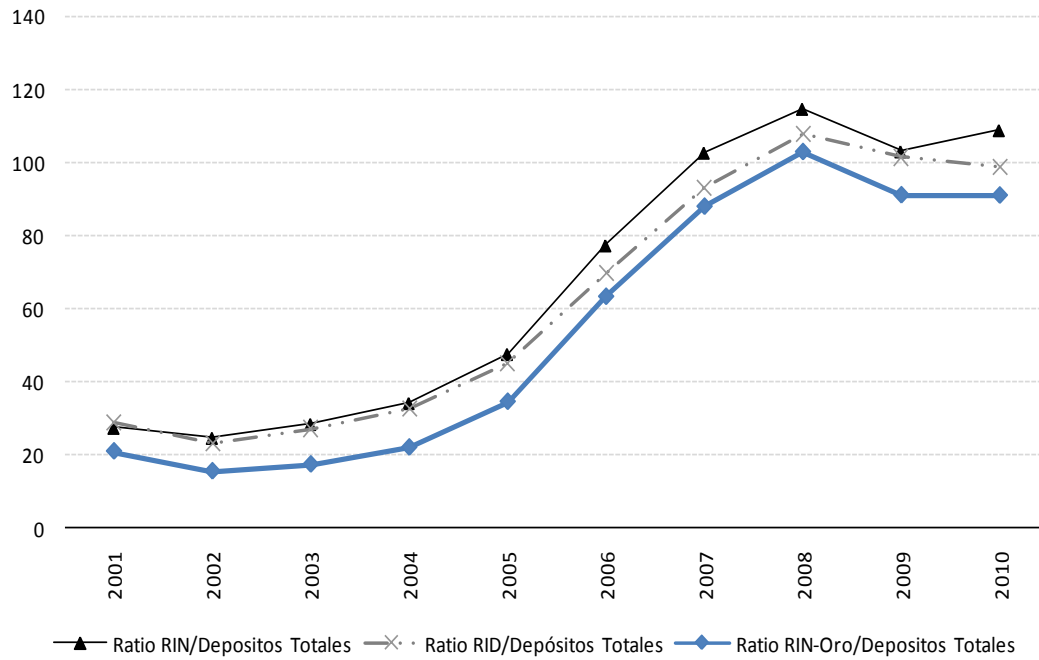
Cuadro 6 Ratio RIN / Importaciones de Bienes CIF  
(En meses)



Fuente. Banco central de Bolivia

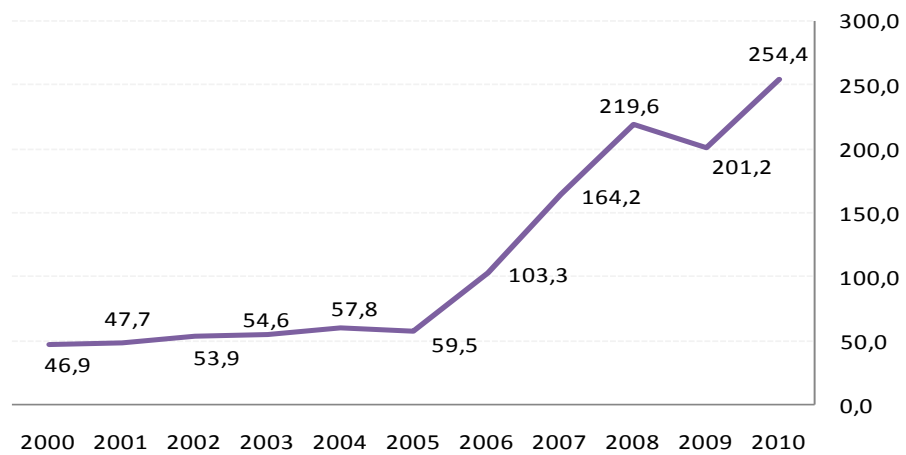
El cuadro 7 ilustra la evolución del ratio de cobertura de las reservas internacionales respecto a los depósitos totales del sistema financiero. Si bien se observa una leve reducción en 2009, la tendencia hacia el año 2012 ha sido creciente (superior al 100%) y ha sido interpretado como una señal inequívoca de fortaleza de la economía. (cuadro 7)

Cuadro 7 Ratio RIN y RID / Depósitos totales  
(En porcentajes)



Nota:  $RID = RIN - Oro + RAL$ : El RAL se refiere al fondo de requerimiento de Activos Líquidos (Fondo RAL) es un porcentaje de los depósitos en moneda extranjera que las entidades deben mantener en cuentas del exterior,

Cuadro 8 Ratio RIN / Depósitos totales en ME  
(En porcentajes)



# Capítulo 4

# PROPUESTA

# SUMARIO

4.1 Aspectos Generales

4.2 El Nivel óptimo de Reservas

4.3 Propuesta: El Fondo de Reservas para el Desarrollo  
Productivo Plural (FORDEP)

4.4. FORDEP: Objetivos

4.5 La Agencia de Promoción de Inversión: Objetivos



#### 4.1 ASPECTOS GENERALES

La política de acumulación de reservas internacionales experimentada en el periodo 2006 y 2013 se constituyó en el fundamento para la aplicación de una política cambiaria estable que impulso la remonetización de la economía logrando mayor expansión en las operaciones del sistema financiero y del sector público provocando un impulso efectivo de la demanda interna (ampliación del consumo doméstico y la inversión pública). Asimismo, la acumulación de reservas representó una estrategia para amortiguar los posibles efectos en la economía de shocks externos; mitigar una repentina interrupción de los flujos de capital y evitar variaciones extremas en el producto y consumo.

Investigaciones señalan que para el caso de Bolivia, se evidencia un excedente de reservas internacionales. Sergio Cerezo economista del BCB, en su estudio *“Reservas internacionales óptimas para una economía financieramente dolarizada”* señala que en la economía boliviana se puede evidenciar una disminución de la brecha entre las reservas efectivas y el nivel óptimo de reservas debido al incremento de las reservas acumuladas en el bcb. Tal incremento de reservas efectivas respondió a la naturaleza del régimen cambiario y al exceso de oferta de divisas producto de un aumento significativo de las exportaciones, remesas y remonetización.

Asimismo, Julio Humerez, economista del bcb en su trabajo *“Reservas Internacionales óptimas de Bolivia y Crecimiento económico”* explica que las economías de los países emergentes han sido favorecidas por un contexto

extraordinariamente favorable que impulsó los precios de las materias primas generando superávits comerciales positivos; esta circunstancia condujo a una creciente acumulación de reservas internacionales. La estimación de las reservas óptimas para la economía boliviana señala que se comenzó a registrar reservas excedentarias a partir del último trimestre de 2006, superando a fines de 2011 el equivalente al 10% del PIB.

Cuadro No.5  
Estimaciones nivel óptimo de las RIN

	Min	Max	Probabilidad de suceso	
			Peso Mínimo	Peso Máximo
	En millones de \$us		%	%
Modelo de diversificación del FMI (2010)	5.300	10.900		
Vulnerabilidad de la cuenta corriente	1.500	4.900	20	56
Dolarización	0	5.500	40	73
Cuenta Capital	3.800	500	5	9
Evía (2009)				
Crisis moderada		2.500		
Crisis pesimista		10.000		
Valencia (2009)				
Sin Inversión (29,4% del PIB)		5.650		
Con Inversión (37,4% del PIB)		7.190		
BCB(2010)		4.998		

Fuente: BCB

El cuadro anterior muestra algunas estimaciones de las reservas óptimas y en gran parte de los planteamientos se puede concluir que las RIN están por encima de un nivel óptimo. Los ratios tradicionales (cobertura de importaciones en meses, cobertura de depósitos totales, etc.) reflejan elevadas coberturas de las RIN. Complementando el análisis con otros indicadores que incluyen además shocks tales como el grado de dolarización de los depósitos, comportamiento del tipo de cambio (el régimen cambiario tipo *crawling peg* para el caso boliviano), iliquidez en las obligaciones de corto plazo, etc.; se puede observar que las RIN exceden a un nivel óptimo incluso en escenarios pesimistas

## 4.2 EL NIVEL ÓPTIMO DE RESERVAS

Existen varios aspectos que se debe considerar a momento de establecer el nivel óptimo de reservas internacionales:

1. Beneficios de mantener reservas: Un nivel de RIN permite garantizar grados de estabilidad y menor vulnerabilidad de la economía frente a shocks negativos externos e internos.
2. Contagio: Episodios externos ligados a ataques especulativos aunque un país no tenga ninguna de las vulnerabilidades (Caso de la Argentina 1995) pueden reducirse o mitigarse si se cuenta con un alto nivel de reservas.
3. Déficit fiscal: Desbalances fiscales altos y continuos que impliquen crecimientos insostenibles de la deuda pública podrían eventualmente generar situaciones de crisis (corrida bancaria y ataques a la moneda) originando cambios en las expectativas de los agentes económicos, pérdida de confianza, inflación y recesión. Niveles altos de RIN pueden moderar tales efectos.
4. Pérdida de confianza en la solvencia del sistema financiero: la presencia de etapas de desequilibrio y de crisis en los mercados financieros (caso de crisis gemela: corrida bancaria y ataque a la moneda ocurrida en Venezuela 1995) podrían ser aplacadas contando con niveles altos de reservas, reduciendo el costo asociado a la crisis.
5. Déficit permanente en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos: Desequilibrios insostenibles en la cuenta corriente sin contar con niveles altos de reservas internacionales requerirá ajustes a niveles coherentes con el financiamiento externo.

6. Niveles de deuda externa de corto plazo superiores al saldo de la RIN: de incrementarse los niveles de deuda determinaría que el país quede temporalmente ilíquido.

#### **4.3. PROPUESTA: EL FONDO DE RESERVAS PARA EL DESARROLLO PRODUCTIVO PLURAL (FORDEP)**

Fundamentos y Lineamientos para su creación

1. La experiencia internacional y nacional señala que un nivel elevado de RIN cumple un señalizador para los inversionistas privados, evita una pérdida del producto ante choques adversos, reduce el impacto de ataques especulativos y corridas bancarias, permite respaldar nuevo endeudamiento externo y da señales de confianza en las políticas del Gobierno.
2. La economía boliviana presenta un excedente de reservas que podría destinarse al financiamiento de la inversión productiva enmarcado en el modelo de economía plural, centrando su atención al financiamiento de segmentos ligados al sector de la microempresa, empresas comunitarias y cooperativas.
3. Se plantea la creación del Fondo de Reservas para el Desarrollo Productivo Plural (FORDEP) complementario al FINPRO (Fondo de Inversión para la revolución Productiva que está orientado al financiamiento de proyectos públicos de envergadura e impacto). El FORDEP cubriría las formas de organización privada, comunitaria y cooperativa, en consonancia con el modelo de desarrollo establecido en la Nueva Constitución Política del Estado.

4. El FORDEP estaría a cargo de un comité conformado por el Ministerio de Economía; Ministerio de Desarrollo Productivo y el Ministerio de Desarrollo Rural. El Comité tendría las facultades de gestionar recursos adicionales a los recursos excedentarios de las RIN; financiar a la Agencia de Promoción de Inversión.
  
5. La AGENCIA DE PROMOCIÓN DE INVERSIÓN, representaría la institución financiera pública autónoma con personería jurídica y duración indefinida que al ser constituida por decreto supremo, asignaría y canalizaría los recursos para la promoción del desarrollo productivo en el segmento de micro y pequeña empresa, empresas comunitarias y cooperativas.
  
6. La Agencia de promoción de Inversión al realizar el uso y destino de los recursos según el plan de desarrollo nacional, programaría anualmente el financiamiento según necesidades de cada sector: Asimismo La Agencia apalancaría nuevos recursos con financiamiento interno y externo.

#### **4.4. FORDEP: Objetivos, Ingresos y Organización**

Los objetivos del FORDEP serían:

1. Contar con recursos programados para que a través de la AGENCIA DE PROMOCIÓN DE INVERSIÓN se canalicen y destinen a la Inversión productiva privada, cooperativa y comunitaria
2. Precautelar la gestión y uso de recursos en situaciones de mayor necesidad de uso de las reservas.
3. Promover la inversión productiva en función a la disponibilidad y el excedente generado por la economía.
4. Afrontar los problemas de equidad intergeneracional
5. Obtener financiamiento con fuentes alternas a las RIN

Los ingresos del FORDEP se constituirían a partir de:

1. RIN mayores al nivel óptimo
2. Rendimientos de las RIN
3. Rendimientos generados por el propio Fondo
4. Otros Recursos (Recursos no utilizados por BDP, FINPRO, Recursos excedentarios de las Empresas Estratégicas y otros)

## **Organización del Fondo De Reservas Para El Desarrollo Productivo Plural**

El FORDEP se estructuraría a partir de un comité conformado por el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas; el Ministerio de Desarrollo Productivo y El Ministerio de Desarrollo Rural. Las funciones principales del comité serían:

1. Financiar a la AGENCIA DE PROMOCIÓN DE INVERSIÓN conforme a las necesidades de los sectores objetivos y condiciones (tasa, plazas, etc.) acorde con los lineamientos de promoción y desarrollo.
2. La administración de los recursos del fondo deberá consignar lineamientos en correspondencia con las necesidades de corto, mediano y largo plazo.
3. Precautelar la estabilidad macroeconómica y el financiamiento productivo
4. Velar por el principio de equidad intergeneracional (ahorro/inversión para las generaciones futuras)

#### **4.5 LA AGENCIA DE PROMOCIÓN DE INVERSIÓN**

La Agencia de Promoción de Inversión actuará como una institución financiera pública autónoma con personería jurídica y duración indefinida.

##### **Objetivos**

Los objetivos de la Agencia de promoción de inversión se relacionarían con:

1. Financiar las actividades productivas del sector de microempresas productivas, empresas comunitarias y cooperativas
2. Negociar, planificar y programar anualmente la financiación
3. Promover los sectores que tengan un alto efecto multiplicador en el empleo y en la producción de alimentos
4. Coordinar su acción con la política financiera y desarrollo regional



# Capítulo 5

## CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

## Conclusiones y Recomendaciones

### Consideraciones Previas

En el capítulo I el trabajo planteaba como objetivo central analizar la política económica de acumulación de las Reservas Internacionales adoptada en Bolivia entre 2006-2012, sus determinantes y efectos, evaluando el uso alternativo de las RIN excedentarias.

Para este efecto, se establecieron algunas interrogantes como punto de partida de la investigación. ¿Por qué Bolivia al igual que la mayoría de los países emergentes decide seguir una estrategia de acumulación de reservas? ¿Qué rol cumplen las reservas en la actualidad? ¿Existe un uso alternativo a las reservas excedentarias? ¿Cómo las RIN podrían contribuir al desarrollo socio-económico?

La investigación en su desarrollo y contrastación empírica corroboró la hipótesis planteada: *La política económica de acumulación de reservas adoptada en Bolivia entre 2006-2012 se constituyó en una estrategia fundamental que permitió mantener estabilidad financiera, cambiaria y promover la remonetización de la economía.* Adicionalmente, el trabajo deriva en una propuesta de política pública en cuanto al uso alternativo de los recursos excedentarios de las RIN a través de la creación de un Fondo de Desarrollo y ente ejecutor la Agencia de Inversiones

## Conclusiones

1. Teóricamente existen razones para mantener reservas internacionales se relacionan con varios argumentos: i) como respaldo formal de la moneda local, ii) Como herramienta de tipo de cambio o política monetaria, que es señalada como una de las razones más comunes. iii). Como fondos para cubrir los pasivos en moneda extranjera y las obligaciones de deuda. iv) Como fuente de fondos para financiar los gastos de gobierno. v). Como un mecanismo para financiar fondos de inversión.
2. A partir del año 2005 gran parte de las economías del mundo experimentaron un incremento significativo en las reservas internacionales incluyendo los países emergentes latinoamericanos. Este aumento importante obedeció básicamente al favorable contexto externo que experimentaron hasta aproximadamente mediados del 2008.
3. La política de acumulación de reservas internacionales aplicada en el periodo 2006 y 2013 se constituyó en el fundamento para la aplicación de una política cambiaria estable que impulso la remonetización de la economía logrando mayor expansión en las operaciones del sistema financiero y del sector público provocando un impulso efectivo de la demanda interna (ampliación del consumo doméstico y la inversión pública). Representó –además- una estrategia para amortiguar los posibles efectos en la economía de shocks externos; mitigar una repentina interrupción de los flujos de capital y evitar variaciones extremas en el producto y consumo.

4. La evolución de las RIN en Bolivia son resultado de factores internos ligados a la política económica implementada a partir del 2006 y adicionalmente son producto del contexto internacional favorable. Los ingresos provenientes de la exportación fueron en definitiva uno de los factores que permitieron lograr resultados positivos en la balanza comercial. Gran parte del crecimiento de las RIN obedeció a la negociación de precios del gas realizadas con Brasil y Argentina
  
5. El incremento de reservas internacionales efectivas en Bolivia, respondió – además- a la naturaleza del régimen cambiario y al exceso de oferta de divisas producto de un aumento significativo de las exportaciones del sector primario, remesas y remonetización. Investigaciones señalan que para el caso de Bolivia, se evidencia un excedente de reservas internacionales.
  
6. Existen varios aspectos que se debe considerar a momento de establecer el nivel óptimo de reservas internacionales: i) Un nivel de RIN permite garantizar grados de estabilidad y menor vulnerabilidad de la economía frente a shocks negativos externos e internos. ii) Episodios externos ligados a ataques especulativos. iii) Desbalances fiscales altos y continuos que impliquen crecimientos insostenibles de la deuda pública. iv) Pérdida de confianza en la solvencia del sistema financiero v) Déficit permanente en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos. Vi) Niveles de deuda externa de corto plazo superiores al saldo de la RIN

7. La experiencia internacional y nacional señala que un nivel elevado de RIN cumple un señalizador para los inversionistas privados, evita una pérdida del producto ante choques adversos, reduce el impacto de ataques especulativos y corridas bancarias, permite respaldar nuevo endeudamiento externo y da señales de confianza en las políticas del Gobierno.
8. Los ratios de cobertura de las reservas internacionales desde en el período 2005-2012 evidencian que la orientación de la política económica de acumulación de reservas tuvo como base priorizar el ambiente de estabilidad en la economía y además de establecer una señal de blindaje financiero frente a eventuales episodios de crisis.
9. Los ratios tradicionales (cobertura de importaciones en meses, cobertura de depósitos totales, etc.) y otros indicadores que incluyen el grado de dolarización de los depósitos, comportamiento del tipo de cambio, iliquidez en las obligaciones de corto plazo, etc.; evidencian que las RIN en Bolivia exceden a un nivel óptimo incluso en escenarios pesimistas
10. La economía boliviana presenta un excedente de reservas que podría destinarse al financiamiento de la inversión productiva enmarcado en el modelo de economía plural, centrando su atención al financiamiento de segmentos ligados al sector de la microempresa, empresas comunitarias y cooperativas

## Recomendaciones

Dado que las RIN están por encima de un nivel óptimo, la investigación propone:

1. Se plantea la creación del Fondo de Reservas para el Desarrollo Productivo Plural (FORDEP) complementario al FINPRO (Fondo de Inversión para la revolución Productiva que está orientado al financiamiento de proyectos públicos de envergadura e impacto). El Fordep cubriría las formas de organización privada, comunitaria y cooperativa, en consonancia con el modelo de desarrollo establecido en la Nueva Constitución Política del Estado.
2. Los ingresos del FORDEP se constituirían a partir de: RIN mayores al nivel óptimo; Rendimientos de las RIN; Rendimientos generados por el propio Fondo; Otros Recursos (Recursos no utilizados por BDP, FINPRO, Recursos excedentarios de las Empresas Estratégicas y otros)
3. Se propone la creación de La AGENCIA DE PROMOCIÓN DE INVERSIÓN, que actuaría como la institución financiera pública autónoma con personería jurídica y duración indefinida, con el objeto de asignar y canalizar los recursos para la promoción del desarrollo productivo en el segmento de micro y pequeña empresa, empresas comunitarias y cooperativas. La Agencia apalancaría nuevos recursos con financiamiento interno y externo.

4. Los objetivos de la Agencia de promoción de inversión se relacionarían con: Financiar las actividades productivas del sector de microempresas productivas, empresas comunitarias y cooperativas; Negociar, planificar y programar anualmente la financiación; Promover los sectores que tengan un alto efecto multiplicador en el empleo y en la producción de alimentos; Coordinar su acción con la política financiera y desarrollo regional.

# Bibliografía



- 
- Paul Krugman, Maurice Obstfeld, "Economía Internacional": Teoría y Política, Pearson: Addison Wesley, Séptima Edición, 2006
  - Smith, Adam "La Riqueza de las Naciones" Alianza Editorial, Spain, 1996
  - Ricardo, David "Principios de Economía Política y Tributación" FCE, 1992
  - Appleyard D., Field, A. "Economía Internacional" McGrawHill, España, 1997
  - Bajo, Oscar "Teorías del Comercio Internacional", A. Bosch, España, 1991
  - Kindleberger, Ch. "International Economics" R&D, Illinois, 1968
  - Caves,R, Jhonson, H.; "Ensayos de economía Internacional" Amorrortu, 1971
  - Chacholiades, M. "Economía Internacional" McGrawHill, Bogotá, 1992
  - Salvatore, D. "Economía internacional" McGrawHill, Bogotá, 1999, 6ta. Ed.
  - Heller, Robert "Comercio internacional" Ed. Tecnos, Madrid, 1983
  - Hahn, Frank, "Lo que pueden o No Hacer los Mercados", Trimestre Económico,1994.
  - North, Douglass C. "Institutions, Institutional Change and Economic Performance". Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
  - Buchholz, Todd "Nuevas Ideas de Economistas de Ayer" El Ateneo,1993
  - Ohlin, B. "Comercio Exterior y Política Comercial", Aguilar, 1948 Cap. 1-4
  - Bajo, Oscar; "Teorías del Comercio Internacional", Bosch, 1991. Cap.3
  - Rybczynski, "Dotación de factores y precios relativos de Bienes" p. 101
  - Berumen, Sergio; "Economía Internacional", CECSA, 2002, Cap. 4
  - Olson, Mancur; "La lógica de la acción colectiva", Trillas, México, 1992
  - Singer, H. " Economía del Comercio"; Ed. Amorrortu, Bs. Aires, 1971 pag.271-284
  - Prebisch, Raúl; "El desarrollo de América Latina", CEPAL, 1950
  - Myrdal, Gunnar. "Teoría económica y regiones subdesarrolladas" FCE, 2 Ed. 1962

- 
- ANTELO E. (1993), “Dolarización en la post estabilización en Bolivia: algunas evidencias empíricas”. Revista de análisis económico. Vol. 7. Artículo 5. UDAPE. Bolivia.
  - ARANDIA H., CUBA P. Y OTROS (2006), “Sobre rumores financieros y cambiarios en Bolivia”. Notas de coyuntura. UDAPE. Bolivia.
  - AYALA R., CAMACHO C. (2005), “Indicadores de alerta temprana para Crisis de Balanza de Pagos en los países miembros del FLAR”. Fondo Latinoamericano de Reservas.
  - BANCO CENTRAL DE BOLIVIA, “Memorias 1980 – 2012”.
  - CERESO S. (2009), “¿Excedente de Reservas Internacionales en Bolivia?”, Banco Central de Bolivia.
  - CRUZ, M (2006), “¿Pueden las reservas internacionales contribuir al crecimiento mexicano?”, Economía UNAM, N°. 8. pp. 115-136
  - EDWARDS S. (1992), “Política cambiaria en Bolivia: Avances recientes y perspectivas”. Revista de análisis económico. Vol. 5. Artículo 1. UDAPE. Bolivia.
  - ESCOBAR L. F., MENDIETA P. (2006), “Inflación y depreciación en una economía dolarizada: el caso de Bolivia”. Fondo Latinoamericano de Reservas. Revista N° 2. Artículo N° 2, pp. 39 – 70.
  - FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1993), “Manual de Balanza de Pagos”. (5ª edición).
  - HELLER, R. (1976), “*International Reserves and World-Wide Inflation*”. *International Monetary Fund*. Vol. 23, pp. 61-87.
  - HUARACHI, G. (1991), “Introducción a la Economía Monetaria”, Universidad Mayor de San Andrés. Bolivia.

- 
- KHAN M. (1979). *“Inflation and international reserves: A time series analysis” International Monetary Fund. Vol. 26. No. 4, pp. 699-724.*
  - LOZA G. (1997), “Indicadores de alerta de crisis cambiaria para el caso boliviano”, *Revista de Análisis Vol. 1. Banco Central de Bolivia. pp. 7 – 38.*
  - MORA H. (2005), “Consideraciones sobre la acumulación de reservas internacionales en Colombia entre 1970 y 2004”. Fondo Latinoamericano de Reservas.
  - ORELLANA W., REQUENA J. (1999), “Determinantes de la inflación en Bolivia”. Banco Central de Bolivia. Global”. Pretince Hall. México. (2da edición).
  - VESPERONI, E. (2007), *“Recent experience with debt management”.* Dentro de *Bolivia: Selected Issues. International Monetary Fund. Country report N° 07.*

#### SITIOS WEB VISITADOS

[www.bcb.gob.bo](http://www.bcb.gob.bo)

[www.imf.org](http://www.imf.org)

. [www.eclac.cl](http://www.eclac.cl) [www.oas.org](http://www.oas.org)

. [www:sela.org](http://www.sela.org)

. [www.eleconomista.es](http://www.eleconomista.es)

. [www:celag.edu.mx](http://www.celag.edu.mx)

. [www:iadb.org/intal.or](http://www.iadb.org/intal.or)

. [www.ine.gob.bo](http://www.ine.gob.bo)

. [www:scbbs-bo.com/ibce](http://www.scbbs-bo.com/ibce)

. [www.udape.gob.bo](http://www.udape.gob.bo)