



# BOLETÍN INFORMATIVO

Nº 174 • año 16 • abril 2009

## EDITORIAL

### Administración de las Reservas Internacionales del Banco Central de Bolivia (Enero 2008-Marzo 2009)

*El entorno internacional durante la gestión 2008 fue el escenario de una de las peores crisis sufridas por los mercados financieros internacionales desde los años 30's.*

*La crisis que comenzó el año 2007 debido a los problemas del mercado hipotecario de baja calidad en los Estados Unidos de Norteamérica, se difundió a las instituciones financieras de este país y a partir de septiembre de 2008, se expandió a los principales mercados financieros internacionales y a sus economías, iniciando una recesión global.*

*En este contexto, la política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) jugó un papel muy importante con la disminución de su tasa referencial de 4.25% a 0.25%. Estas acciones también fueron seguidas por otros bancos centrales como el de Inglaterra, Zona Euro, Australia, Canadá, Suiza, Japón entre los más importantes.*

*En un entorno de crisis financiera internacional, las Reservas Internacionales Netas del Banco Central de Bolivia (BCB) alcanzaron el mayor nivel de incremento absoluto entre la gestión 2007 y 2008 con USD 2.404 millones. Este incremento es explicado por una balanza comercial favorable, principalmente por la renta de hidrocarburos, por exportaciones, por remesas familiares del exterior y desembolsos de crédito.*

*Al 31 de marzo de 2009 las Reservas Internacionales Netas se situaron en USD 7.765 millones.*

*En este mismo sentido, las reservas internacionales disponibles para inversión al 31 de diciembre de 2008 ascendieron a USD 7.716 millones<sup>1/</sup>. Estas reservas se componen de reservas monetarias internacionales por USD 6.871 millones que representa el 89%, reservas de oro por USD 803 millones con el 10% y Derechos Especiales de Giro por USD 43 millones con el 1%.*

<sup>1/</sup> La diferencia con el dato de las reservas internacionales de USD 7.722 millones, se origina en el Tramo de Inversión del FMI, las cuales no se incluyen en las reservas disponibles para inversión.

*Frente al escenario de crisis financiera internacional el BCB orientó la inversión de las reservas internacionales a precautelar ante todo los criterios de seguridad y preservación de capital reduciendo las inversiones en el sector bancario.*

*Así, como resultado de la prudente política de inversiones adoptada por el BCB, la composición de las Reservas Internacionales por riesgo crediticio, tuvo una evolución hacia la mayor calidad crediticia.*

*En la gestión 2008, la inversión de las reservas internacionales obtuvo un rendimiento anual de 3,15% generando ingresos por USD 217,4 millones, el monto más alto alcanzado históricamente.*

*Para el primer trimestre de 2009, los ingresos generados por la inversión de las reservas internacionales alcanzaron a un total de USD 23,1 millones.*

*El rendimiento obtenido por la administración de las reservas internacionales superó a sus comparadores de mercado, mostrando una adecuada gestión en la administración de las reservas.*

*La perspectiva para la gestión de 2009, es que las instituciones financieras internacionales continúen afectadas por la crisis financiera, persista la recesión en las principales economías del mundo, las tasas de interés internacionales se mantengan cercanas a cero y se presenten limitadas alternativas de inversión de las Reservas Internacionales del BCB.*

*Bajo este escenario, el BCB continuará ejecutando una política prudente en la inversión de las reservas internacionales y diversificará la inversión de las mismas en euros. Se estima ingresos por la inversión de las reservas internacionales en torno a USD 50 millones en la gestión 2009.*

#### INDICADORES ECONÓMICOS

	Mar08	Mar 09		Mar08	Mar09
TIPO DE CAMBIO VENTA (Fin de Periodo)(Bs x 1 \$us)	7,50	7,07	INFLACIÓN (acumulada en el año)	4,75%	-0,20%
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS BCB (Mill. \$us)	6.231,92	7.764,97	TASAS DE INTERÉS NOMINALES A 180 DÍAS ACTIVAS (M/E)(2)	8,06%	8,92%
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS RESTO SISTEMA FINANCIERO (Mill. \$us) (p)	807,621	1.023,94	TASAS DE INTERÉS NOMINALES A 180 DÍAS PASIVAS (M/E)(2)	4,78%	3,58%
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS, CONSOLIDADO (Mill. \$us) (p)	7.039,54	8.788,91	TASAS DE REPORTOS BCB (M/N) (3)	7,00%	12,00%
EMISIÓN MONETARIA (SalDOS en Mill. Bs)	13.607,38	14.840,81	TASAS DE REPORTOS BCB (M/E) (3)	7,75%	8,75%
M'3 (Mill. Bs) (1) (p)	54.265,93	62.424,05	TASA LIBOR (a 6 meses)	2,63%	1,75%

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

# ANÁLISIS

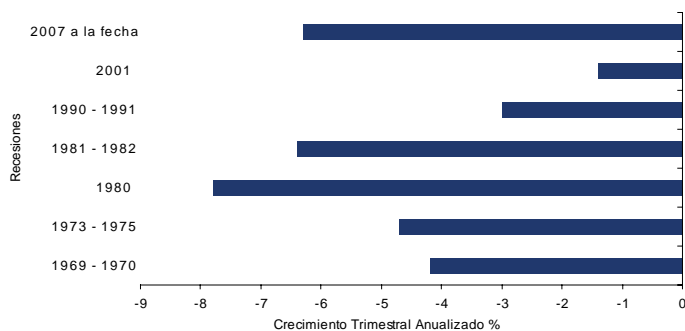
## Administración de las Reservas Internacionales del Banco Central de Bolivia Enero 2008 - Marzo 2009

### I. Entorno Internacional

El entorno internacional durante la gestión 2008 fue el escenario de una de las peores crisis sufridas por los mercados financieros internacionales desde los años 30's. La crisis que comenzó el año 2007 debido a los problemas del mercado hipotecario de baja calidad en los Estados Unidos de Norteamérica, se difundió a las instituciones financieras de este país y a partir de septiembre de 2008, se expandió a los principales mercados financieros internacionales y a sus economías, iniciando una recesión global.

De esta manera, los principales datos económicos de las economías más importantes del mundo revelaron una desaceleración en el crecimiento de sus economías y disminuciones significativas de la inflación. Los datos revelados en el primer trimestre de 2009, muestran indicadores económicos que se situaron en los niveles más bajos desde la década de los 80's del siglo pasado, especialmente los correspondientes a la economía norteamericana como se muestra en el siguiente gráfico.

**Gráfico N° 1**  
Recesiones EEUU – Contracción del PIB



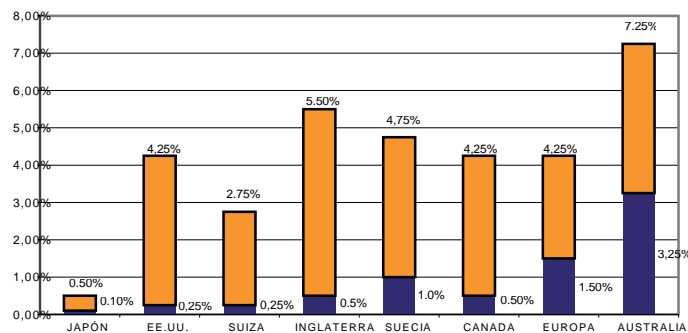
Fuente: Bloomberg

En este escenario de incertidumbre, la política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) jugó un papel muy importante con la disminución de su tasa referencial de 4.25% a 0.25% y proveyendo además liquidez a los mercados financieros a través de distintos mecanismos. Estas acciones también fueron seguidas por otros bancos centrales como el de Inglaterra, Zona Euro, Australia, Canadá, Suiza, Japón entre los más importantes, como se muestra en el Gráfico N° 2.

Complementaria a la política monetaria tradicional de disminución de tasas, el primer trimestre de 2009 se caracterizó por el inicio de las compras de instrumentos

de renta fija gubernamental y corporativa por parte de los bancos centrales de Inglaterra, Suiza, EEUU y Japón, con el fin de incrementar la oferta crediticia en sus respectivas economías.

**Gráfico N° 2**  
Tasa referencial Bancos Centrales:  
Septiembre 2007\* – Marzo 2009



Fuente: Bloomberg

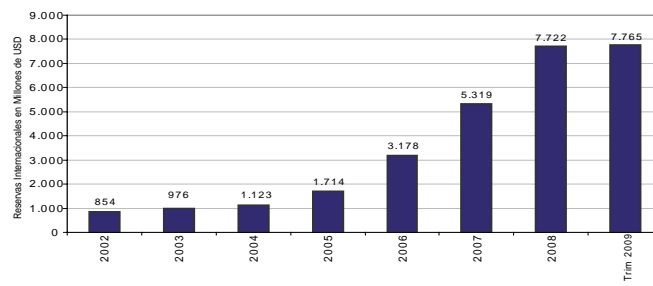
\*Se considera la tasa más alta desde septiembre de la gestión de 2007

### 2. Evolución de las Reservas Internacionales Netas

Las Reservas Internacionales Netas del Banco Central de Bolivia (BCB) alcanzaron el mayor nivel de incremento absoluto entre la gestión 2007 y 2008 con USD 2.403 millones y 45% en términos porcentuales. Este incremento es explicado por una balanza comercial favorable, principalmente por los ingresos por exportaciones, remesas familiares del exterior y desembolsos de crédito.

Al 31 de marzo de 2009 las reservas internacionales netas tuvieron un leve incremento alcanzando a USD 7.765 millones como se muestra en el siguiente gráfico.

**Gráfico N° 3**  
Reservas Internacionales Netas  
(2002 - 2009)



Fuente: Banco Central de Bolivia – Asesoría de Política Económica

El alto nivel de reservas internacionales alcanzado, incrementó los índices de cobertura de las reservas respecto a los depósitos en dólares estadounidenses, al dinero en sentido amplio M<sup>3</sup> y al nivel de las importaciones anuales. Estos indicadores muestran una menor vulnerabilidad de la

economía ante posibles shocks de origen interno o externo, como se muestra en el Cuadro N° 1.

**Cuadro N° 1**  
**Cobertura de las Reservas Internacionales Netas**  
**(en porcentaje)**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Reservas Internacionales Netas (mill. De \$us.)	976	1.123	1.714	3.178	5.319	7.722
RIN en porcentajes de:						
Depósitos en dólares estadounidenses	31,1	38,9	57,2	102,1	162,0	216,3
Dinero en sentido amplio (M'3)	25,5	29,9	40,0	62,2	77,1	85,9
Importaciones anuales	57,7	59,5	73,2	112,5	154,3	154,8

Fuente: Banco Central de Bolivia – Asesoría de Política Económica

### 3. Estructura e inversión de las Reservas Internacionales enero 2008 - marzo 2009

Al 31 de diciembre de 2008 las reservas internacionales disponibles para inversión ascendieron a USD 7.716 millones. Estas reservas se componen de reservas monetarias internacionales por USD 6.871 millones que representa el 89%, reservas de oro por USD 803 millones con el 10% y Derechos Especiales de Giro por USD 43 millones con el 1%.

Las reservas monetarias internacionales a su vez, están compuestas por el Capital de Trabajo y el Capital de Inversión. El primero, representa el 2% del total de las reservas y tiene la finalidad de atender los requerimientos inmediatos de liquidez en divisas del sector público y del sistema financiero, mientras que el Capital de Inversión representa el 87% del total de reservas y busca incrementar el retorno de la inversión de las reservas una vez que se cumplan los criterios de seguridad, liquidez y preservación de capital. El Capital de Inversión, está compuesto por los Portafolios de Liquidez, Depósitos e Inversión.

Las reservas de oro corresponden a 28.3 toneladas de este metal y su volumen se ha mantenido sin variación desde su proceso de refinación del año 1999.

Al 31 de marzo de 2009 las reservas internacionales disponibles para inversión tuvieron una leve variación incrementándose a USD 7.752 millones. Entre diciembre de 2008 y marzo de 2009, la participación porcentual de los principales componentes de las reservas no tuvo cambios significativos, sin embargo, es importante resaltar la continuidad de la política prudente del BCB con la disminución del Portafolio de Depósitos y el incremento del Portafolio de Liquidez resguardando la seguridad de las inversiones.

**Cuadro N° 2**  
**Estructura de las Reservas Internacionales**

	SALDO AL 31-Dic-07		SALDO AL 31-dic-08		SALDO AL 31 - Mar - 09	
	Inversión	Participación Porcentual	Inversión	Participación Porcentual	Inversión	Participación Porcentual
1) Billetes y Monedas	91,5	2%	114,9	1%	110,6	1%
2) Depósitos Vista	78,5	1%	80,6	1%	80,4	1%
Capital de trabajo	170,0	3%	195,4	3%	191,0	2%
3) Portafolio de Liquidez	504,8	10%	4.736,8	61%	5.316,7	69%
4) Portafolio de Depósitos	2.735,5	52%	1.938,4	25%	1.365,2	18%
5) Portafolio de Inversión	1.088,8	21%	0,0	0%	0,0	0%
Capital de Inversión	4.329,1	82%	6.675,3	86%	6.681,9	86%
Total Administración Directa	4.499,1	85%	6.870,7	89%	6.872,9	89%
6) Oro	759,9	14%	802,6	10%	838,2	11%
7) DEG's	42,3	1%	42,3	1%	41,1	1%
Total Oro y DEG's	802,2	15%	844,9	11%	879,3	11%
TOTAL FONDOS	5.301,3	100%	7.715,6	100%	7.752,2	100%

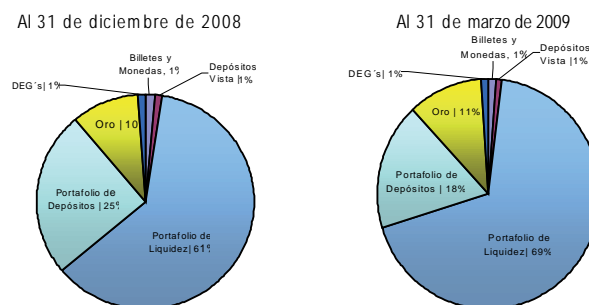
Fuente: Banco Central de Bolivia – Gerencia de Operaciones Internacionales

### 4. Inversión de las Reservas Internacionales enero 2008 - marzo 2009

Como se mencionó anteriormente, frente al escenario de crisis financiera internacional el BCB orientó la inversión de las reservas internacionales a precautelar ante todo los criterios de seguridad y preservación de capital, habiendo transferido un importante porcentaje de las inversiones del Portafolio de Depósitos al Portafolio de Liquidez.

El Portafolio de Liquidez continuó incrementando su participación sobre el total de las reservas de 61% al 31 de diciembre de 2008 a 69% al 31 de marzo de 2009, el Portafolio de Depósitos constituido principalmente por inversiones en instituciones bancarias disminuyó su participación de 25% a 18%, como se observa a continuación:

**Gráfico N° 4**  
**Estructura de las Reservas Internacionales Totales**



Fuente: Banco Central de Bolivia – Gerencia de Operaciones Internacionales

En este contexto, la estrategia de inversión en el Portafolio de Liquidez fue la de invertir en instrumentos llamados “spreads” (títulos de agencias gubernamentales de países AAA y de organismos supranacionales), que pagan un rendimiento superior al activo libre de riesgo (Letra del tesoro americano). Adicionalmente se mantuvo ligeras desviaciones en el posicionamiento en la curva respecto al “benchmark”<sup>2/</sup>. Esta estrategia permitió generar un mayor retorno respecto al benchmark de 72 puntos básicos<sup>3/</sup> (p.b.) durante 2008 y 18 p.b. durante el primer trimestre de 2009.

<sup>2/</sup> El benchmark es un índice referencial que se utiliza en la administración de portafolios para comparar los resultados obtenidos por las inversiones. Los benchmarks de los portafolios del BCB se encuentran establecidos en el Reglamento para la Administración de Reservas.

<sup>3/</sup> En los mercados financieros internacionales es muy usual utilizar puntos básicos, 100 puntos básicos equivalen a 1%.

Respecto al Portafolio de Depósitos a partir de agosto de 2008, este experimentó una fuerte disminución debido a la persistencia de la crisis financiera internacional y a la política del BCB de priorizar los criterios de seguridad y preservación de capital, antes que el criterio de rentabilidad. A pesar de esto, debido a las inversiones previas a la disminución del portafolio a tasas altas, se obtuvo un retorno mayor respecto al benchmark de 10 p.b. durante 2008 y 11 p.b. durante el primer trimestre de 2009.

Las inversiones en el Portafolio de Inversión se efectuaron hasta el 11 de junio de 2008. En esa fecha se definió transferir los recursos de este Portafolio al Portafolio de Liquidez debido a que eventuales incrementos en las tasas de interés del mercado financiero en Estados Unidos podrían haber ocasionado pérdidas de capital en dicho portafolio.

Finalmente, la estrategia en el Portafolio del oro fue la de reducir los plazos de inversión en las entidades financieras y la de efectuar colocaciones en el Banco Mundial, que desde diciembre de 2008 comenzó a recibir depósitos en oro con plazos mayores a un año.

## 5. Ingresos y rendimientos obtenidos por la inversión de las Reservas Internacionales

En la gestión 2008, la inversión de las reservas internacionales obtuvo un rendimiento anual de 3,15% generando ingresos por USD 217,4 millones, el monto más alto alcanzado históricamente.

**Cuadro N° 3**  
**Rendimiento e ingresos por la inversión de las Reservas Internacionales**

Año	Ingresos (En miles de USD)			Rendimiento				
	Reservas Monetarias Internacionales	Reservas de Oro	Total	Reservas Monetarias Internacionales	Reservas de Oro	Total	Benchmark Total	Diferencia (p.b.)
2005	24.709	416	25.125	3,27%	0,11%	2,19%	2,15%	4
2006	90.178	386	90.564	5,05%	0,08%	4,00%	3,95%	5
2007	192.981	421	193.402	5,88%	0,08%	5,05%	5,05%	0
2008	215.646	1.778	217.424	3,47%	0,26%	3,15%	2,87%	28
1 trim 09	22.191	915	23.105	0,33%	0,12%	0,31%	0,16%	14

Fuente: Banco Central de Bolivia – Gerencia de Operaciones Internacionales

El primer trimestre de 2009, la inversión de las reservas internacionales generó ingresos por un total de USD 23,1 millones un monto menor a los trimestres anteriores, debido a los bajos niveles de tasas de interés internacionales.

El rendimiento obtenido por la administración de las reservas internacionales superó a sus comparadores de mercado, mostrando una adecuada gestión en la administración de las reservas.

## 6. ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS

Como resultado de la prudente política de inversiones adoptada por el BCB, la composición de las Reservas Internacionales por riesgo crediticio, tuvo una evolución hacia la mayor calidad crediticia.

La exposición al sector bancario se redujo notablemente, pasando de 55% a principios de 2008 a menos del 20% a finales del primer trimestre de 2009. Los recursos liberados fueron destinados a la inversión en instrumentos de riesgo soberano, agencias gubernamentales y entidades supranacionales.

De acuerdo al monitoreo diario realizado por el Departamento de Control de Inversiones de la Gerencia de Operaciones Internacionales, se establece que en la gestión 2008 y primer trimestre de 2009 todas las normas, políticas, lineamientos y límites de inversión definidos por el Directorio del BCB fueron cumplidos.

## 7. PERSPECTIVAS

En un contexto de recesión económica mundial, con una débil demanda, altas tasas de desempleo y comercio internacional en descenso, es muy probable que durante la gestión 2009 las instituciones financieras internacionales continúen siendo afectadas, las tasas de interés internacionales se mantengan cercanas a cero y se presenten limitadas alternativas de inversión de las Reservas Internacionales del BCB.

Bajo este escenario, el BCB continuará ejecutando una política conservadora y prudente en la inversión de las reservas internacionales. Con las bajas tasas de interés en el mercado internacional que prevalecerán todo el año 2009, se estima ingresos por la inversión de las reservas internacionales en torno a los USD 50 millones.

Finalmente, el 17 de marzo el Directorio del BCB aprobó la diversificación de la inversión de las reservas internacionales, mediante la inversión en euros por un monto equivalente a los USD 600 millones o un 8% del total de las Reservas Internacionales. Se espera que estas inversiones mejoren en el mediano y largo plazo la relación riesgo-retorno.