



ESTADO PLURINACIONAL DE  
**BOLIVIA**

# ADMINISTRACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

2020

BANCO CENTRAL DE BOLIVIA



Administración de las Reservas Internacionales  
2020

Fecha de publicación: marzo 2021

Banco Central de Bolivia  
Ayacucho esq. Mercado  
Ciudad de La Paz  
Estado Plurinacional de Bolivia  
Teléfono: (591-2) 2409090  
Página web: [www.bcb.gob.bo](http://www.bcb.gob.bo)

Contenidos Banco Central de Bolivia

Edición: Gerencia de Operaciones Internacionales

Diseño de Impresión: Subgerencia de Comunicación y Relacionamento Institucional

El contenido de este informe puede ser reproducido respetando los derechos de autoría. Para preguntas y comentarios, contactar a: [avalle@bcb.gob.bo](mailto:avalle@bcb.gob.bo)



# Administración de las Reservas Internacionales

2020

BANCO CENTRAL DE BOLIVIA



# Contenido

RESUMEN EJECUTIVO.....	5
1. MARCO NORMATIVO Y ESTRUCTURA DE TOMA DE DECISIONES DE INVERSIÓN.....	7
2. EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES NETAS.....	9
2.1. Ratios de Cobertura de las Reservas Internacionales.....	9
2.2. Variación de las Reservas Internacionales Netas.....	10
2.3. Flujo de ingresos y egresos de las Reservas Internacionales.....	11
3. ESTRUCTURA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES.....	12
3.1. Estructura por portafolio.....	12
3.2. Estructura por monedas y oro.....	12
4. GESTIÓN Y RESULTADOS DE LA INVERSIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES.....	14
4.1. Entorno internacional.....	14
4.2. Reservas Monetarias y de Oro: estrategias de inversión.....	20
4.2.1. Tramo Precautorio.....	20
4.2.1.1. Capital de Trabajo.....	20
4.2.1.2. Portafolios de Liquidez y de 0-3 años.....	21
4.2.2. Tramo de Inversión.....	22
4.2.3. Portafolio Oro.....	23
4.3. Resultados de la inversión de las Reservas Internacionales.....	23
5. GESTIÓN DE RIESGOS EN LA INVERSIÓN DE LAS RESERVAS.....	25
5.1. Cumplimiento de normas y límites.....	25
5.2. Riesgo crediticio.....	25
5.2.1. VaR crediticio.....	25
5.2.2. Composición por calificación de riesgo crediticio.....	26
5.3. Riesgo de mercado.....	27
6. ADMINISTRACIÓN DE FONDOS DE TERCEROS.....	28
7. PERSPECTIVAS PARA EL PRIMER TRIMESTRE DE 2021.....	29



# Resumen Ejecutivo

Al 31 de diciembre de 2020, las Reservas Internacionales Netas (RIN) del BCB alcanzan a USD 5.275,9 millones, una reducción de USD 1.191,6 millones con relación al 31 de diciembre 2019.

Durante 2020, la inversión de las Reservas Internacionales generó ingresos de USD 46,2 millones, equivalente a una tasa de retorno de 0,80%.

El ratio de Reservas Internacionales respecto al PIB para la gestión 2020 alcanza a 14%. Asimismo, las RIN cubren 8 meses de importaciones, por encima de los 3 meses requeridos tradicionalmente.

En la estructura de las reservas al 31 de diciembre de 2020, la participación del dólar estadounidense (USD) alcanza a 31,4%, el oro 50,0%, el Euro (EUR) 14,0% y los Derechos Especiales de Giro (DEG) 4,6%.

Durante la gestión 2020, la incertidumbre en los mercados financieros se mantuvo considerablemente alta, por el brote y expansión global del virus Covid-19 y las elecciones presidenciales en EE.UU.

En este contexto, las estrategias de inversión empleadas en los portafolios de las Reservas Internacionales se enfocaron en mantener una duración baja, un elevado nivel de liquidez y una alta calidad crediticia de las inversiones.



# 1. Marco normativo y estructura de toma de decisiones de inversión

El marco normativo para la administración de las Reservas Internacionales en Bolivia está conformado por la Constitución Política del Estado (CPE), la Ley 1670 del Banco Central de Bolivia del 31 de octubre de 1995 y el Reglamento para la Administración de Reservas Internacionales aprobado por el Directorio del BCB.

El artículo 328 de la CPE establece que son las atribuciones del BCB en coordinación con la política económica determinada por el Órgano Ejecutivo, además de las señaladas por ley: i) Determinar y ejecutar la política monetaria, ii) Ejecutar la política cambiaria, iii) Regular el sistema de pagos, iv) Autorizar la emisión de la moneda y v) Administrar las Reservas Internacionales.

Por otro lado, la Ley 1670 del Banco Central de Bolivia del 31 de octubre de 1995, en el Capítulo II referido a las funciones en relación a las Reservas Internacionales establece que el BCB:

- Velará por el fortalecimiento de las Reservas Internacionales de manera que permitan el normal funcionamiento de pagos internacionales de Bolivia.
- Administrará y manejará las Reservas Internacionales, pudiendo invertirlas y depositarlas en custodia, así como disponer y pignorar las mismas, de la manera que considera más apropiada para el cumplimiento de su objeto y de sus funciones y para su adecuado resguardo y seguridad.
- Las Reservas Internacionales son inembargables.

Además, la norma específica para la administración de Reservas Internacionales se consolida a través del Reglamento para la Administración de Reservas Internacionales, que es emitido y aprobado por el Directorio del BCB. El reglamento vigente fue aprobado mediante la Resolución de Directorio N° 97/2018 el 31 de julio de 2018 y en él se establecen entre otros:

- Criterios de inversión.
- Estructura y composición de las Reservas.
- Comparadores referenciales.
- Instrumentos y operaciones autorizadas.
- Política global de riesgos.
- Administración delegada y custodia de valores.

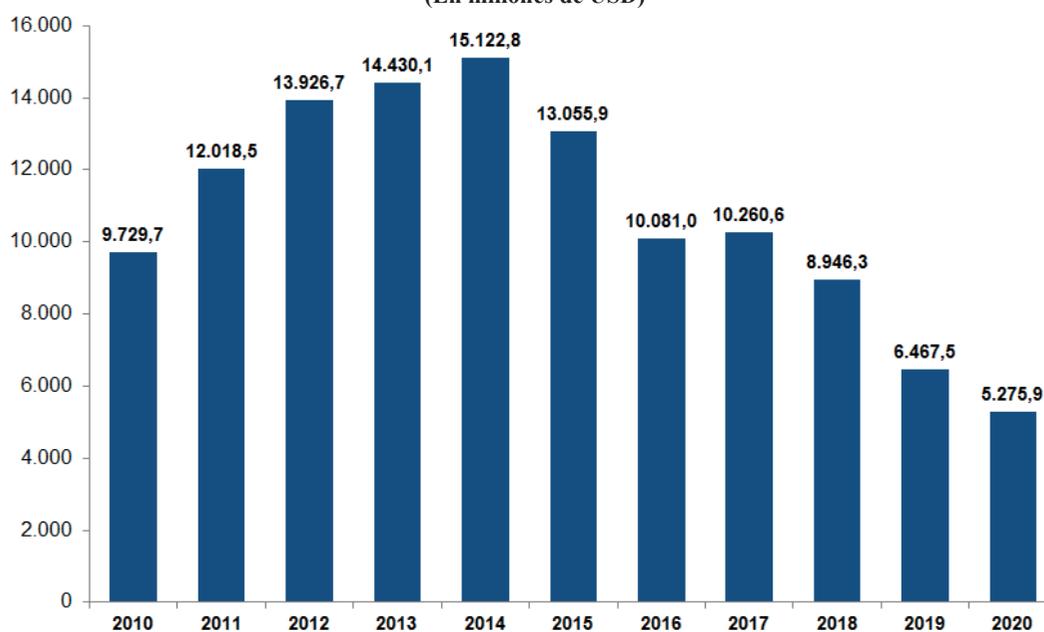
En cuanto a la estructura de decisiones de inversión, la administración de las Reservas Internacionales del BCB está basada en tres niveles:

- i. En el primer nivel, a cargo del Directorio del BCB, se toman decisiones estratégicas fundamentales y estructurales con un horizonte de mediano y largo plazo, las cuales son expresadas en el Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales.
- ii. En el segundo nivel, a cargo del Comité de Reservas Internacionales (CRI), se toman decisiones tácticas con un horizonte de corto plazo, aprobando Lineamientos Trimestrales de Inversión, estableciendo límites, restricciones y cursos de acción.
- iii. En el tercer nivel, a cargo de la Gerencia de Operaciones Internacionales, se implementan las decisiones de inversión establecidas por los niveles superiores.

## 2. Evolución de las reservas internacionales netas

Al 31 de diciembre de 2020, las Reservas Internacionales Netas (RIN) del BCB alcanzan a USD 5.275,9 millones, una reducción de USD 1.191,6 millones con relación al 31 de diciembre 2019 (Gráfico N° 1).

Gráfico N° 1  
Evolución de las RIN  
(En millones de USD)



Fuente: Banco Central de Bolivia – Asesoría de Política Económica (APEC)  
Elaboración: Gerencia de Operaciones Internacionales

### 2.1. Ratios de Cobertura de las Reservas Internacionales

Al 31 de diciembre de 2020, los ratios de cobertura de las RIN con relación al PIB e importaciones de Bolivia son los siguientes:

Cuadro N° 1  
Ratios de Cobertura de las RIN

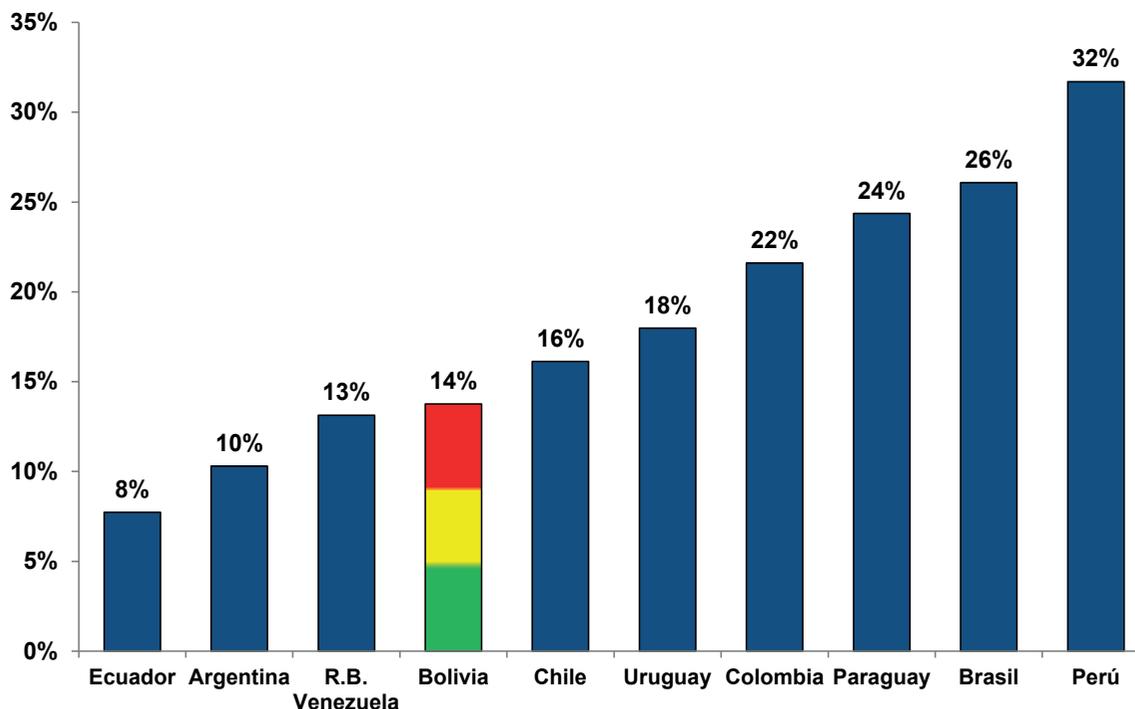
Variable	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 <sup>(1)</sup>
<b>RIN en porcentajes de:</b>										
Producto Interno Bruto (PIB)	50	51	47	46	39	29	27	22	16	14
<b>RIN en meses de:</b>										
Importaciones de Bienes y Servicios	16	16	15	14	13	11	11	9	7	8

Fuente: Banco Central de Bolivia - Asesoría de Política Económica (APEC) - Instituto Nacional de Estadística.

(1) Datos estimados para fin de gestión para PIB e Importaciones en base a información preliminar disponible al 31 de diciembre de 2020

El ratio RIN/PIB de Bolivia alcanza 14%. El nivel de las reservas permite cubrir 8 meses de importaciones de bienes y servicios, por encima de la métrica tradicional de 3 meses establecida por organismos internacionales para evaluar el nivel mínimo de reservas (Gráfico N° 2).

**Gráfico N° 2**  
**Ratio RIN/PIB en % – Comparación con otros países\***



Fuente: Bancos Centrales - Fondo Monetario Internacional (FMI)

\* Para las reservas, la información corresponde al último dato disponible al 31 de diciembre de 2020. Para el PIB, se considera la información de proyecciones del Fondo Monetario Internacional para 2020 (WEO octubre 2020), excepto para Bolivia que corresponde a una proyección interna para 2020.

Nota: No incluye encaje legal.

## 2.2. Variación de las Reservas Internacionales Netas

Al 31 de diciembre de 2020, las RIN disminuyeron en USD 1.191,6 millones debido a la salida de billetes de dólares estadounidenses en efectivo de bóveda por USD 3.062,8 millones, contrarrestados por el flujo de fondos positivo por USD 1.216,1 millones, una variación cambiaria positiva de las divisas y el oro por USD 608,9 millones e ingresos obtenidos por la inversión de las Reservas Internacionales por USD 46,2 millones (Cuadro N° 2).

**Cuadro N° 2**  
**Variación de las RIN**  
**(En millones de USD)**

	2017	2018	2019	2020
RIN Fin de Periodo	10.260,6	8.946,3	6.467,5	5.275,9
Variación RIN	179,7	-1.314,3	-2.478,8	-1.191,6
1. Flujo de Fondos	741,4	288,9	478,4	1.216,1
2. Variación Cambiaria (Oro, EUR, CAD, AUD, CNY, DEG)	439,0	-153,4	285,7	608,9
3. Variación Bóveda	-1.112,2	-1.599,4	-3.366,0	-3.062,8
4. Ingresos por Rendimientos BCB	111,4	149,6	123,1	46,2

### 2.3. Flujo de ingresos y egresos de las Reservas Internacionales

Durante la gestión 2020, el flujo neto de ingresos de las Reservas Internacionales fue positivo en USD 1.216,1 millones, como resultado de ingresos por USD 4.240,7 millones y egresos por USD 3.024,6 millones.

Los principales rubros de ingresos fueron los pagos por exportaciones de gas de YPFB por USD 1.758,3 millones, los desembolsos de créditos externos por USD 1.476,8 millones, el programa CPVIS II neto por USD 557,4, las transferencias netas del Fondo RAL M/E por USD 189,9 millones, y las exportaciones de la Empresa Metalúrgica Vinto por USD 114,1 millones.

En los egresos se destacan los pagos de YPFB por USD 1.511,9 millones, el pago del servicio de deuda externa de mediano y largo plazo por USD 815,5 millones, las transferencias netas del Sistema Financiero por USD 421,3 millones, y los gastos fiscales por USD 225,1 millones (Cuadro N°3).

**Cuadro N° 3**  
**Flujo de Fondos**  
**(En millones de USD)**

	2019			2020		
	1er - Sem.	2do - Sem.	Total	1er - Sem.	2do - Sem.	Total
<b>Ingresos</b>	<b><u>2.308,0</u></b>	<b><u>2.156,4</u></b>	<b><u>4.464,4</u></b>	<b><u>1.767,7</u></b>	<b><u>2.473,0</u></b>	<b><u>4.240,7</u></b>
Exportaciones de YPFB	933,6	1.107,2	2.040,8	1.013,8	744,5	1.758,3
Desembolsos de créditos externos	524,8	775,6	1.300,4	541,8	935,0	1.476,8
CPVIS II (Neto)	212,4	109,5	321,9	139,3	418,1	557,4
Transferencias del Fondo RAL M/E (Neto)	499,0	-36,7	462,3	-39,9	229,8	189,9
Exportaciones de Empresa Metalúrgica Vinto	95,6	78,6	174,2	58,0	56,1	114,1
Otros	42,6	122,2	164,8	54,7	89,5	144,2
<b>Egresos</b>	<b><u>2.101,6</u></b>	<b><u>1.884,4</u></b>	<b><u>3.986,0</u></b>	<b><u>1.377,7</u></b>	<b><u>1.646,9</u></b>	<b><u>3.024,6</u></b>
Pagos de YPFB	940,4	962,7	1.903,1	655,7	856,2	1.511,9
Servicio de Deuda Externa Pagos M y LP	379,2	402,2	781,4	409,0	406,5	815,5
Transferencias del Sistema Financiero (Neto)	520,1	197,3	717,4	219,3	202,0	421,3
Gastos Fiscales	211,9	233,9	445,8	65,0	160,1	225,1
Otros	50,0	88,3	138,3	28,7	22,1	50,8
<b>Entrada Neta</b>	<b><u>206,4</u></b>	<b><u>272,0</u></b>	<b><u>478,4</u></b>	<b><u>390,0</u></b>	<b><u>826,1</u></b>	<b><u>1.216,1</u></b>

## 3. Estructura de las Reservas Internacionales

### 3.1. Estructura por portafolio

Al 31 de diciembre de 2020, la estructura de las Reservas Internacionales presenta una participación de 50,0% de las Reservas Monetarias y 50,0% de Reservas de Oro. Dentro de las Reservas Monetarias, la participación del Tramo Precautorio alcanzó 31,4%, mientras que el Tramo de Inversión alcanzó una participación de 18,6% (Cuadro N°4).

Cuadro N° 4  
Estructura de las Reservas Internacionales\*

Componente	31-dic-19		31-dic-20	
	Millones USD	Participación	Millones USD	Participación
<b>1. Tramo Precautorio (A+B+C)</b>	<b>2.922,8</b>	<b>45,4%</b>	<b>1.648,9</b>	<b>31,4%</b>
A) Capital de Trabajo (A1+A2)	442,4	6,9%	845,0	16,1%
A1) Billetes y Monedas	275,7	4,3%	288,0	5,5%
A2) Depósitos Vista	166,8	2,6%	557,0	10,6%
B) Portafolio de Liquidez	2.042,9	31,7%	560,8	10,7%
C) Portafolio de 0-3 años	437,5	6,8%	243,1	4,6%
<b>2. Tramo de Inversión (D+E)</b>	<b>1.416,6</b>	<b>22,0%</b>	<b>974,9</b>	<b>18,6%</b>
D) Portafolio Global (D1+D2)	1.185,5	18,4%	735,9	14,0%
D1) Renminbi Chino (CNY/CNH)	513,0	8,0%	0,0	0,0%
D2) Euros (EUR)	672,5	10,5%	735,9	14,0%
E) Derechos Especiales de Giro (DEG's)	231,1	3,6%	239,1	4,6%
<b>3. Reservas Monetarias Internacionales (1+2)</b>	<b>4.339,5</b>	<b>67,4%</b>	<b>2.623,9</b>	<b>50,0%</b>
<b>4. Reservas de Oro</b>	<b>2.095,3</b>	<b>32,6%</b>	<b>2.621,2</b>	<b>50,0%</b>
<b>5. Total Reservas Internacionales (3+4)</b>	<b>6.434,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>5.245,0</b>	<b>100,0%</b>

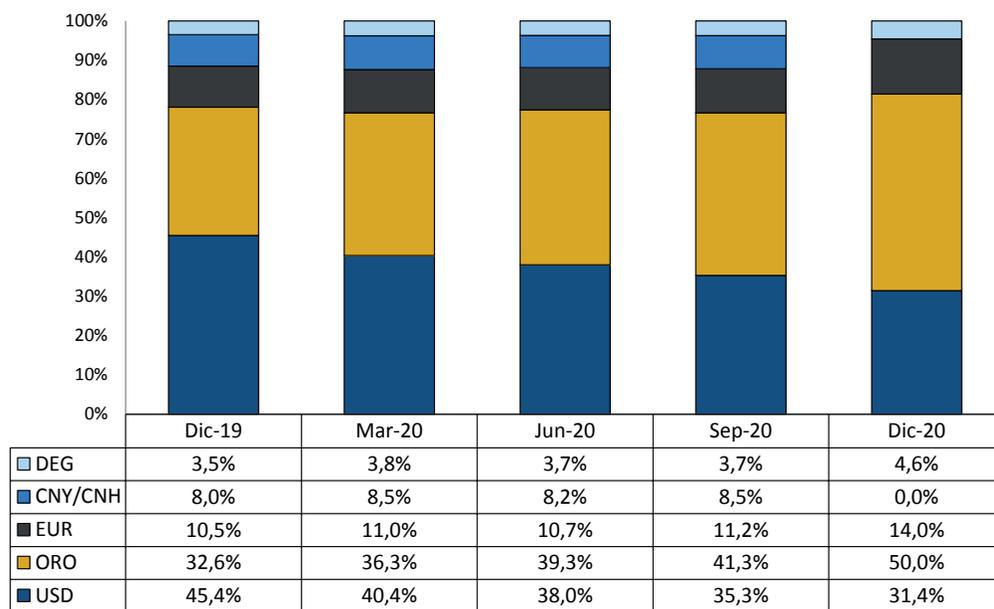
Fuente: Banco Central de Bolivia – Gerencia de Operaciones Internacionales

(\*) Corresponde a las Reservas disponibles para Inversión. La diferencia de 30,9 millones con las RIN del 31 de diciembre de 2020, se origina en el tramo de reservas del FMI.

### 3.2. Estructura por monedas y oro

En la estructura de las reservas al 31 de diciembre de 2020, la participación del dólar estadounidense (USD) alcanza a 31,4%, el oro con 50,0%, el Euro (EUR) con 14,0% y los Derechos Especiales de Giro (DEG) con 4,6%. El Renminbi Chino (CNY/CNH) se redujo a 0% debido a la transferencia de recursos para fortalecer el Tramo Precautorio (Gráfico N° 3).

**Gráfico N° 3**  
**Estructura por monedas de las Reservas Internacionales\***



Fuente: Banco Central de Bolivia – Gerencia de Operaciones Internacionales  
 \*Corresponde a las Reservas Disponibles para Inversión

# 4. Gestión y resultados de la inversión de las reservas internacionales

## 4.1. Entorno internacional

Durante la gestión 2020, la incertidumbre a nivel global en los mercados financieros se incrementó significativamente como resultado del brote y la expansión de la pandemia Covid-19.

De acuerdo a datos de la Universidad Johns Hopkins al 31 de diciembre de 2020 se registró un acumulado 85,2 millones de personas contagiadas, 1,8 millones de fallecidos y 47,9 millones de personas recuperadas, siendo EE.UU., India y Brasil los países más afectados con 20,6 millones, 10,3 millones y 7,7 millones de personas contagiadas respectivamente.

La rápida expansión del virus ocasionó que los gobiernos del mundo apliquen medidas de contención y prevención del virus como confinamiento, cierre de fronteras y restricciones a la circulación de personas entre otras; ocasionando una abrupta paralización de la actividad económica y comercial, lo que generó expectativas de recesión de la economía global.

A medida que la velocidad de contagios disminuyó en la primera mitad de gestión, varios países optaron por levantar parcialmente las restricciones para reactivar la actividad económica. Sin embargo, la proliferación de segunda y tercera ola de contagios hacia finales de año ocasionó la reimposición de medidas de contención y confinamiento en ciertos estados de EE.UU. y diferentes países de Europa.

Al finalizar la gestión, el optimismo se incrementó levemente por la aprobación y el inicio de distribución de varias vacunas contra el Covid-19. Sin embargo, la complicada logística para el suministro genera expectativas de que el virus continuaría siendo un problema frente al acelerado incremento de contagios.

En EE.UU., el plano político enfocó la atención de los mercados financieros en las elecciones presidenciales en EE.UU. que dieron como ganador al candidato demócrata Joe Biden generando cierto optimismo en los mercados financieros.

Con relación al Brexit, después de meses de negociaciones, el Reino Unido llegó a un acuerdo comercial con la Unión Europea aprobado efectivo desde el 1° de enero de 2021, lo cual evitó una salida forzosa.

En este contexto, a lo largo de 2020, los bancos centrales del mundo aplicaron políticas monetarias y fiscales expansivas en montos y mecanismos sin precedentes para contrarrestar los efectos negativos en la economía y mantener la estabilidad de los sistemas financieros.

En EE.UU., la Reserva Federal (FED, por sus siglas en inglés), implementó una serie de medidas para inyectar liquidez a su sistema financiero, mediante operaciones en los mercados primarios y secundarios, tanto de deuda de gobierno como privados, así como también habilitó líneas de swaps en

USD con otros bancos centrales para mantener niveles adecuados de liquidez en USD en el mercado financiero global.

El Banco Central Europeo (BCE), continuó con la aplicación de su política monetaria ultra expansiva con la implementación de varias medidas no convencionales, entre las que se destacan el Programa de Compra de Activos (PCA) por EUR 20 mil millones mensuales y un monto adicional de EUR 120 mil millones hasta finales de 2020 y el Programa de Compra de Emergencia Pandémica (PCEP) que fue modificado al final de la gestión alcanzando un volumen total de EUR 1,85 millones de millones; estos estímulos serían ajustados en función del nivel de inflación observado.

El Banco Central de China continuó proporcionando liquidez a su sistema financiero mediante operaciones de repo y mantuvo su tasa de depósitos en 1,50% y de préstamos en 4,35%.

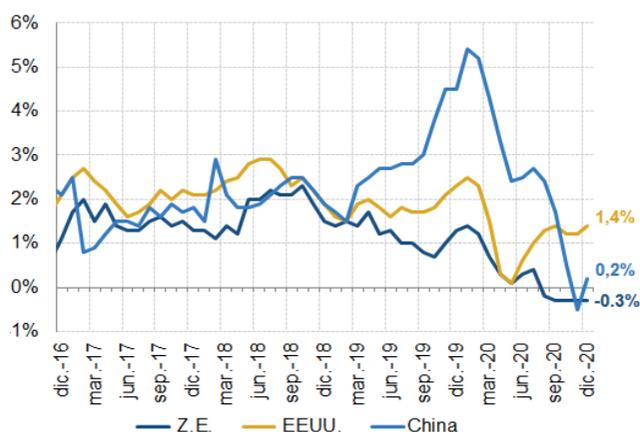
En EE.UU., el PIB del tercer trimestre se expandió 33,4% en frecuencia trimestral anualizada, mostrando un efecto rebote con relación a la contracción del segundo trimestre de -31,4% y del primer trimestre de -5%, como resultado de una mayor demanda del consumidor en la medida que se reabrieron los negocios.

La inflación se mantuvo por debajo de la meta del FED de 2% alcanzando 1,4% en diciembre en frecuencia interanual (Gráfico N° 4). La tasa de desempleo tuvo un abrupto incremento en el primer trimestre por efecto de la pandemia. Sin embargo, el mercado laboral fue estabilizándose y la tasa declinó hasta alcanzar 6,7% en diciembre. (Gráfico N° 5).

En la Zona Euro, el PIB en frecuencia interanual del tercer trimestre se contrajo 4,3% reduciendo el impacto negativo del confinamiento producido por la pandemia registrado el segundo trimestre con una contracción de 14,7% y el primer trimestre de 3,2%, como resultado de la reapertura de las actividades productivas y de consumo. La inflación de la zona se mantuvo con una tendencia hacia la baja alcanzando -0,3% en frecuencia interanual en diciembre por debajo de la meta del BCE del 2% (Gráfico N° 4). La tasa de desempleo alcanzó 8,3% en noviembre (Gráfico N° 5).

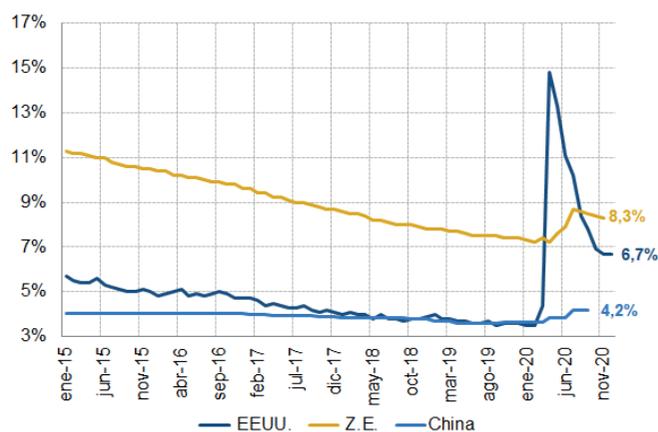
China, presentó una rápida recuperación económica. Su PIB creció 4,9% interanual el tercer trimestre tras la leve recuperación del segundo trimestre 3,2% y la contracción de -6,8% del primer trimestre, debido a un mejor desempeño en las actividades de comercio internacional y la reactivación del sistema productivo interno con énfasis en las manufacturas. La inflación alcanzó 0,2% en frecuencia interanual en diciembre (Gráfico N° 4), mientras que la tasa de desempleo a septiembre llegó a 4,2% (Gráfico N° 5).

**Gráfico N° 4**  
Tasa de inflación principales economías



Fuente: Bloomberg  
Nota: Datos de EE.UU., Zona Euro y China a diciembre 2020.

**Gráfico N° 5**  
Tasa de desempleo principales economías

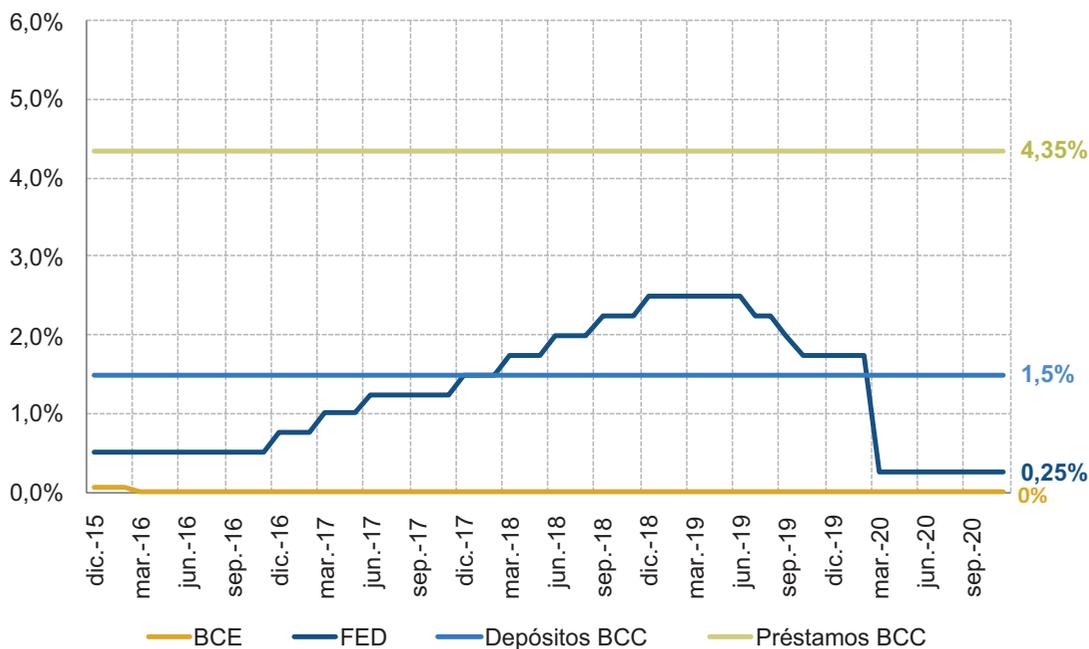


Fuente: Bloomberg  
Nota: Datos de Zona Euro a noviembre 2020 y China a septiembre 2020.

En este escenario, las tasas de interés de referencia de política monetaria de las diferentes economías tuvieron el siguiente comportamiento (Gráfico N° 6):

- La Reserva Federal (FED, por sus siglas en inglés) redujo su tasa de referencia en dos oportunidades en reuniones de emergencia pasando del rango 1,50% - 1,75% a 0,00% - 0,25%.
- El Banco Central Europeo (BCE) mantuvo su tasa de interés de política monetaria en 0,0% y su tasa de depósitos en -0,50%.
- El Banco Central de China mantuvo sus tasas de depósitos y préstamos en 1,50% y 4,35% respectivamente.

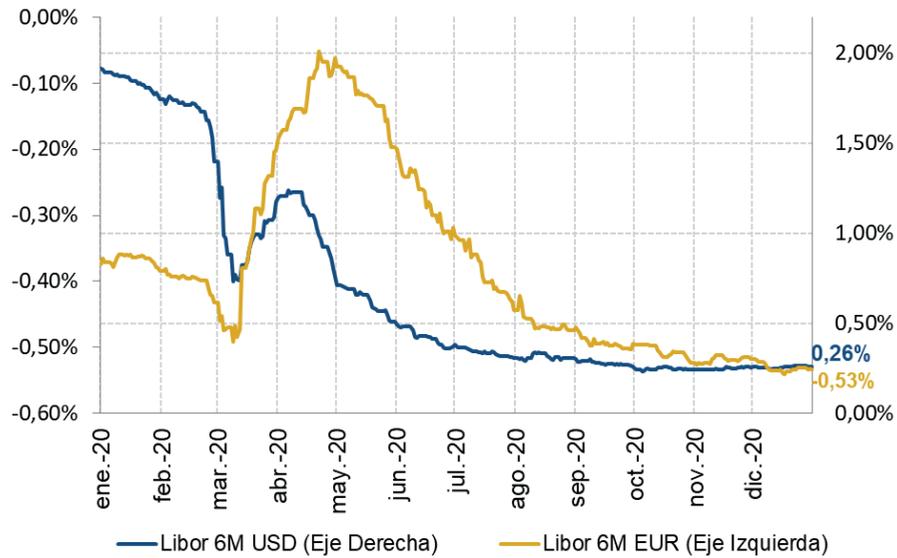
**Gráfico N° 6**  
**Tasas referenciales de política monetaria**



Fuente: Bloomberg

Durante la gestión 2020, la tasa LIBOR en USD y EUR a 6 meses tuvieron una tendencia hacia la baja en línea con las medidas de política monetaria expansivas implementadas por el FED y BCE, al finalizar la gestión se mantuvieron en niveles estables por la expectativa que la tasa de referencia del FED se mantenga en niveles bajos por un tiempo considerable y los niveles de liquidez se mantengan elevados por la implementación de los programas de estímulos monetarios en ambas economías (Gráfico N° 7).

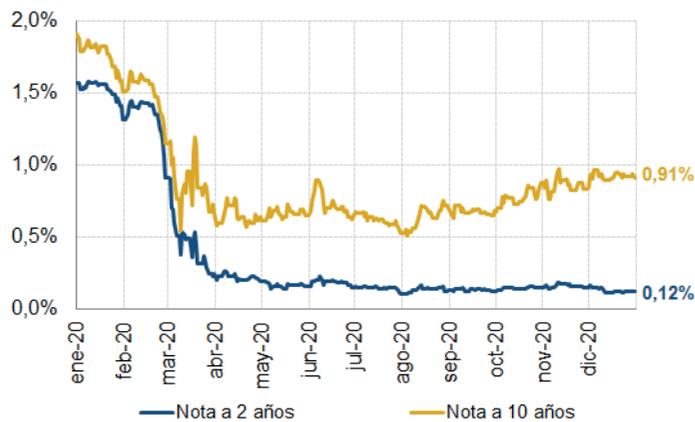
**Gráfico N° 7**  
Tasa LIBOR a 6 meses en USD y EUR  
(En porcentaje)



Fuente: Bloomberg

Las tasas de las notas del Tesoro de EE.UU. a 2 y 10 años mostraron poca volatilidad después de los recortes de la tasa de referencia del FED en marzo y por el anuncio de su nuevo enfoque de política monetaria en la que la entidad tolerará temporalmente niveles inflacionarios por encima de la meta, reforzando la expectativa de que las tasas se mantendrán bajas por más tiempo. Las tasas de interés de las Notas de Alemania y Francia tuvieron un comportamiento similar manteniéndose en terreno negativo (Gráficos N° 8 y 9).

**Gráfico N° 8**  
Tasas de las notas del Tesoro de EE.UU.  
(En porcentaje)



Fuente: Bloomberg

**Gráfico N° 9**  
Tasas de las notas del Tesoro de Alemania y Francia  
(En porcentaje)

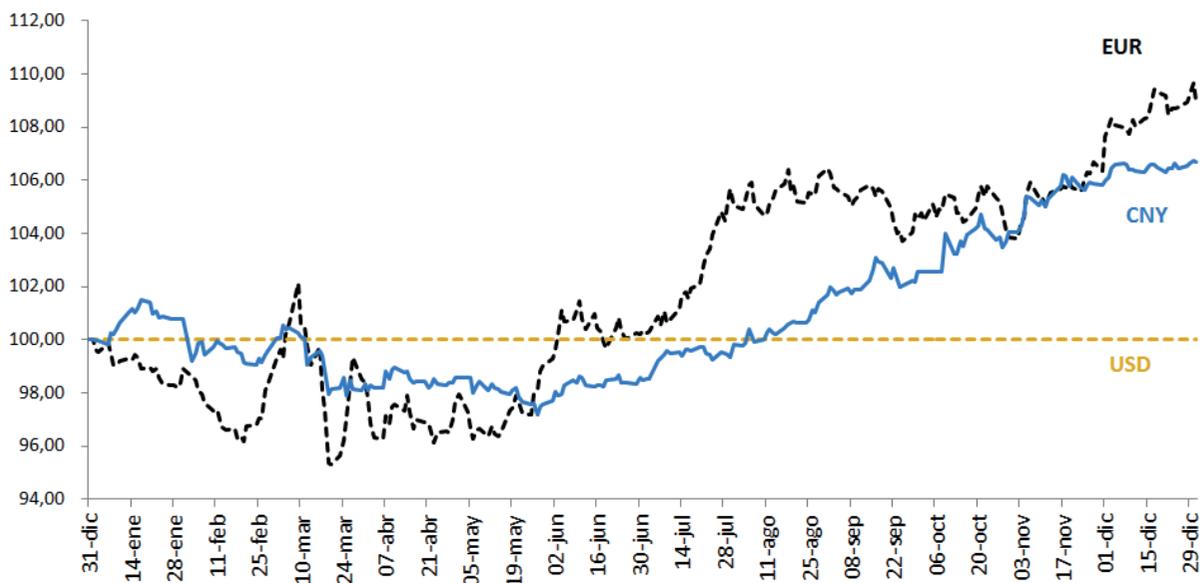


Fuente: Bloomberg

Durante la gestión 2020, el Euro se mantuvo depreciado durante la mitad de la gestión por las expectativas sobre una desaceleración más acentuada de la Zona debido al impacto de la pandemia en el corto plazo, posteriormente se apreció impulsado por la implementación de estímulos monetarios del BCE, el acuerdo entre líderes de la Zona Euro para la creación de un fondo común de recuperación económica y el optimismo generado por el acuerdo comercial del Reino Unido con la Unión Europea.

El Renminbi se mantuvo depreciado la mitad de la gestión debido principalmente al deterioro de las relaciones comerciales entre China y EE.UU. a lo que se sumó el impacto de la pandemia Covid-19, para posteriormente mostrar una apreciación debido a un mayor optimismo en la recuperación del crecimiento de su economía.

**Gráfico N° 10**  
Variaciones cambiarias de las monedas  
(Índice normalizado)

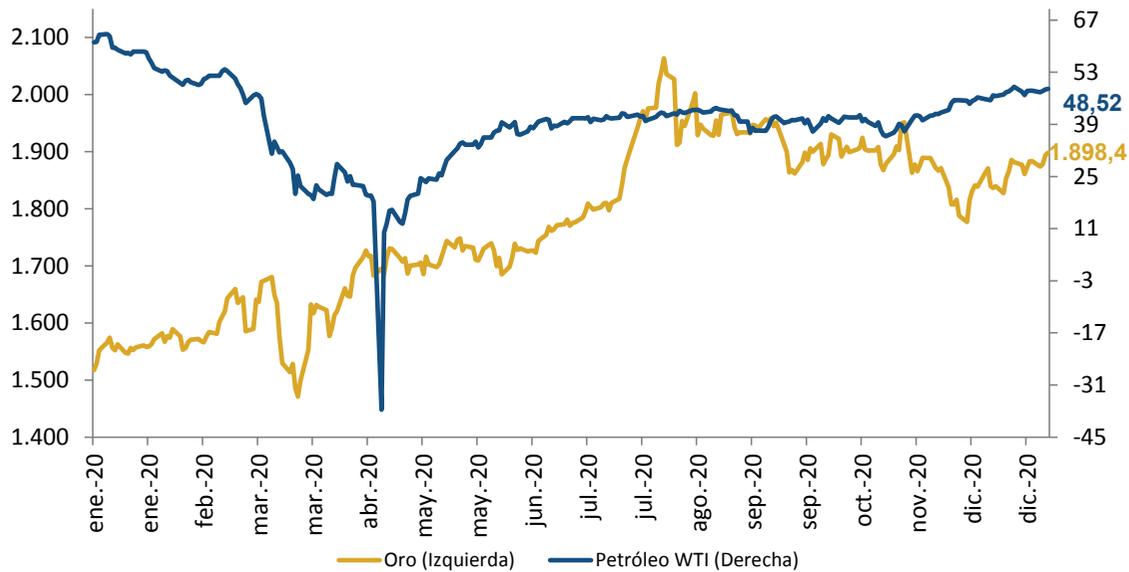


Fuente: Bloomberg

El precio del oro presentó una tendencia a la alza finalizando la gestión en 1.898,4 USD/OTF por una mayor demanda del metal como activo refugio dado el incremento en la volatilidad de los mercados financieros por el impacto de la pandemia Covid-19, la incertidumbre generada por las elecciones presidenciales de EE.UU. y perspectivas inflacionarias derivadas de los estímulos monetarios implementados por el FED y otros bancos centrales (Gráfico N° 11).

Por otro lado, el precio del petróleo tuvo una caída acelerada en la primera mitad de 2020 por una menor demanda debido a la suspensión de las actividades económicas a nivel global, generando un exceso de oferta y una acumulación en los inventarios. Sin embargo, en la segunda mitad de la gestión, el precio se mantuvo estable alrededor de los 40 USD/barril apoyado por la reapertura de actividades, y por el optimismo generado por el comienzo de la vacunación.

**Gráfico N° 11**  
**Precios del oro y petróleo**  
**(En USD/OTF y USD/barril)**



Fuente: Bloomberg

El riesgo crediticio del sector bancario medido por los Swaps de Riesgo de Crédito (CDS por sus siglas en inglés) presentó una importante volatilidad durante la gestión 2020 (Gráfico N° 12).

En el primer trimestre se mostró un incremento significativo del riesgo debido al impacto del Covid-19 en la economía mundial, posteriormente se tuvo una reducción gradual gracias al fortalecimiento en liquidez por los programas de estímulo monetario de los principales bancos centrales y por el optimismo del inicio en la distribución de la vacuna contra el Covid-19.

**Gráfico N° 12**  
**CDS promedio de bancos de EE.UU., Europa y China**



Fuente: Bloomberg

## 4.2. Reservas Monetarias y de Oro: estrategias de inversión

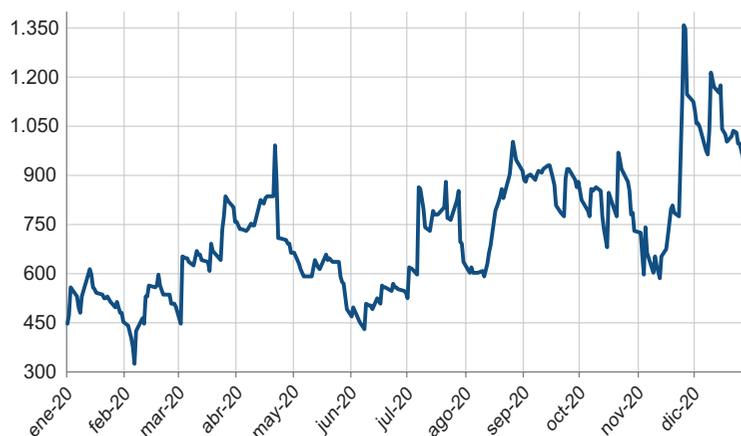
### 4.2.1. Tramo Precautorio

El Tramo Precautorio tiene por objeto cubrir las necesidades de liquidez para atender los requerimientos de pagos internacionales y aquellos provenientes de eventos extraordinarios. Está conformado por el Capital de Trabajo, el Portafolio de Liquidez y el Portafolio 0-3 años.

#### 4.2.1.1. Capital de Trabajo

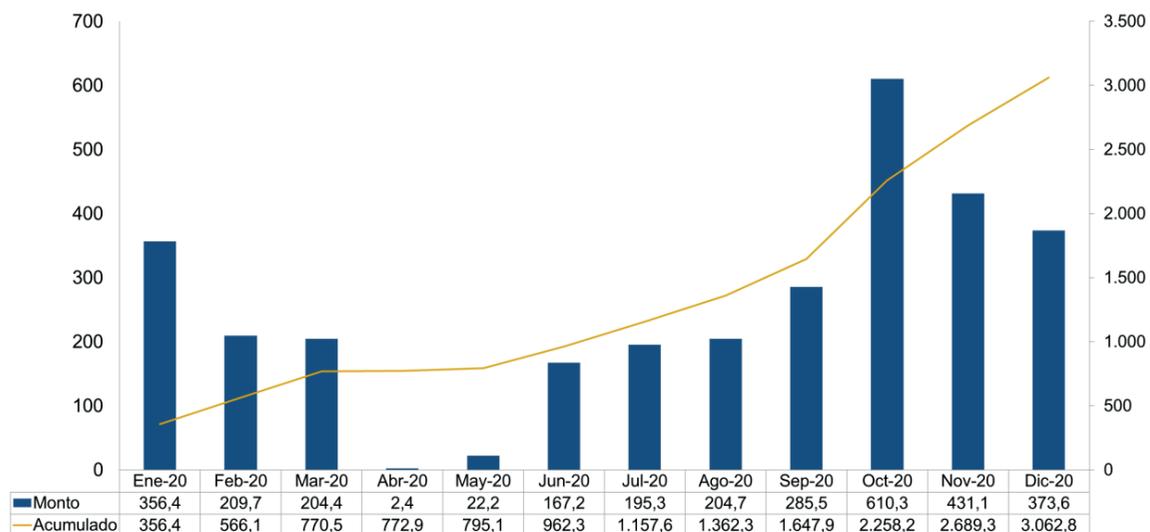
En la gestión 2020, el saldo diario del Capital de Trabajo tuvo un promedio de USD 721 millones, con un mínimo de USD 321 millones y un máximo de USD 1.356 millones (Gráfico N° 13).

**Gráfico N° 13**  
Saldos diarios del Capital de Trabajo  
(En millones de USD)



La demanda de billetes en efectivo de dólares estadounidenses en bóveda fue de USD 3.062,8 millones (Gráfico N° 14 y Cuadro N°5). En los meses de abril y mayo se tuvieron bajos niveles de demanda debido a la cuarentena por pandemia del virus Covid-19, mientras que en los meses de octubre y noviembre se incrementó debido a la incertidumbre generada por las elecciones generales.

**Gráfico N° 14**  
Retiro de USD en efectivo  
(En millones de USD)



**Cuadro N° 5**  
**Movimiento trimestral neto de bóveda**  
**(En millones de USD)**

<b>Periodo</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
1er Trimestre	487,7	295,5	372,1	601,3	770,5
2do Trimestre	343,2	252,1	215,9	489,1	191,8
3er Trimestre	275,1	287,0	288,5	816,1	685,6
4to Trimestre	264,1	277,5	722,9	1.459,5	1.415,0
<b>Total</b>	<b>1.370,2</b>	<b>1.112,2</b>	<b>1.599,4</b>	<b>3.366,0</b>	<b>3.062,8</b>

En la gestión 2020 se efectuaron 20 remesas de importación por un total de USD 3.075,2 millones y no se realizaron remesas de exportación (Cuadro N° 6).

**Cuadro N° 6**  
**Importación y exportación de remesas de billetes en USD**  
**(En millones de USD)**

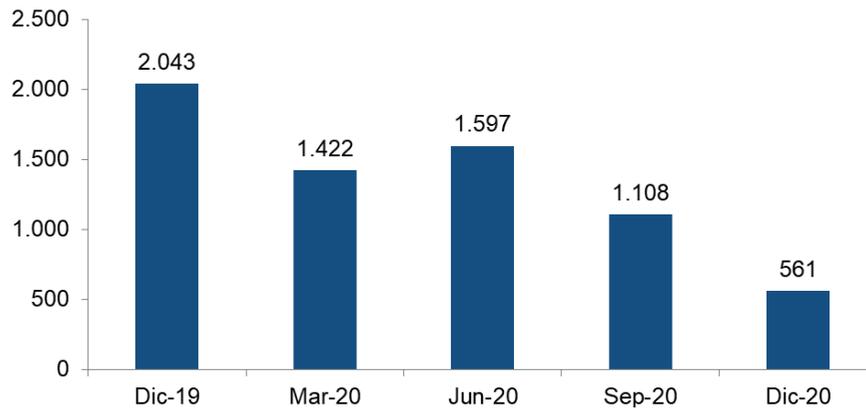
<b>Mes</b>	<b>Remesas</b>		<b>Importación Neta</b>
	<b>Importación</b>	<b>Exportación</b>	
Enero	396,8	0,0	396,8
Febrero	198,4	0,0	198,4
Marzo	297,6	0,0	297,6
<b>Total 1er Trim.</b>	<b>892,8</b>	<b>0,0</b>	<b>892,8</b>
Abril	0,0	0,0	0,0
Mayo	0,0	0,0	0,0
Junio	99,2	0,0	99,2
<b>Total 2do Trim.</b>	<b>99,2</b>	<b>0,0</b>	<b>99,2</b>
Julio	198,4	0,0	198,4
Agosto	198,4	0,0	198,4
Septiembre	396,8	0,0	396,8
<b>Total 3er Trim.</b>	<b>793,6</b>	<b>0,0</b>	<b>793,6</b>
Octubre	496,0	0,0	496,0
Noviembre	595,2	0,0	595,2
Diciembre	198,4	0,0	198,4
<b>Total 4to Trim.</b>	<b>1.289,6</b>	<b>0,0</b>	<b>1.289,6</b>
<b>Total 2020</b>	<b>3.075,2</b>	<b>0,0</b>	<b>3.075,2</b>

#### 4.2.1.2. Portafolios de Liquidez y de 0-3 años

##### *Portafolio de Liquidez*

Al 31 de diciembre de 2020, el Portafolio de Liquidez alcanzó USD 561 millones, menor en USD 1.482 millones a diciembre de 2019 debido a las transferencias hacia el Capital de Trabajo para atender las necesidades de liquidez (Grafico N°15).

**Gráfico N° 15**  
**Evolución del Portafolio de Liquidez**  
**(En millones de USD)**



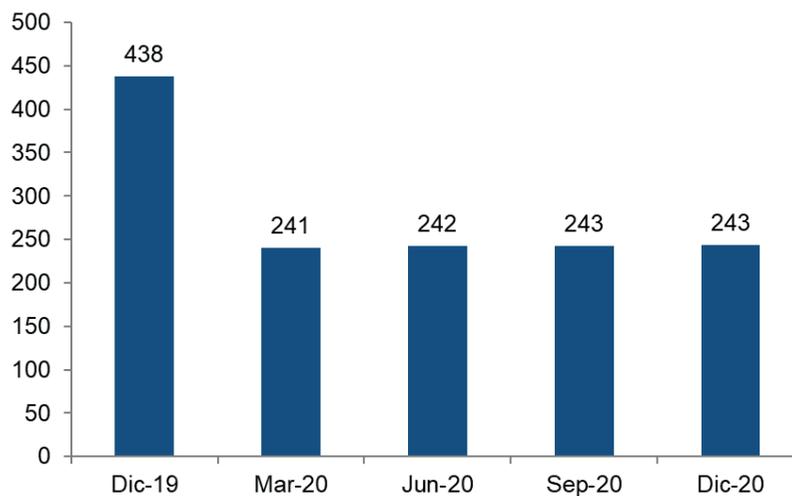
La estrategia principal de inversión del portafolio fue la de mantener un elevado nivel de liquidez a través de inversiones en emisores de alta calidad crediticia y a corto plazo, lo que permitió atender oportunamente los requerimientos de transferencias al Capital de Trabajo.

#### **Portafolio 0-3 Años**

Durante el año el Portafolio 0-3 años disminuyó USD 195 millones, pasando de USD 438 millones en diciembre 2019 a USD 243 millones en diciembre 2020, debido a transferencias al Capital de Trabajo para atender requerimientos de liquidez (Gráfico N°16).

Durante el año las inversiones del portafolio se orientaron a incrementar el retorno a través de la estrategia de spread de emisores de alta calidad crediticia y alta liquidez.

**Gráfico N° 16**  
**Evolución del Portafolio 0-3 años**  
**(En millones de USD)**

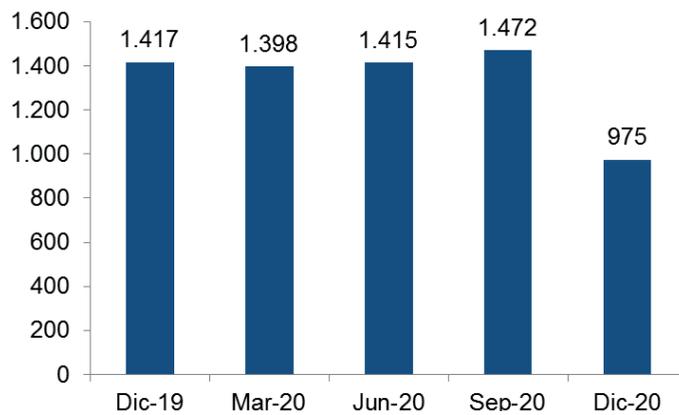


#### **4.2.2. Tramo de Inversión**

El Tramo de Inversión tiene por objeto diversificar la inversión de las Reservas Internacionales e incrementar su valor en un horizonte de largo plazo. Está conformado por el Portafolio Global con componente en Euros y las tenencias de Derechos Especiales de Giro.

El valor del Tramo de Inversión disminuyó durante el año en USD 442 millones, alcanzando USD 975 millones al 31 de diciembre 2020, debido a la transferencia de los recursos del portafolio Renminbi para reforzar el Capital de Trabajo. (Gráfico N° 17).

**Gráfico N° 17**  
Evolución del Tramo de Inversión  
(En millones de USD)

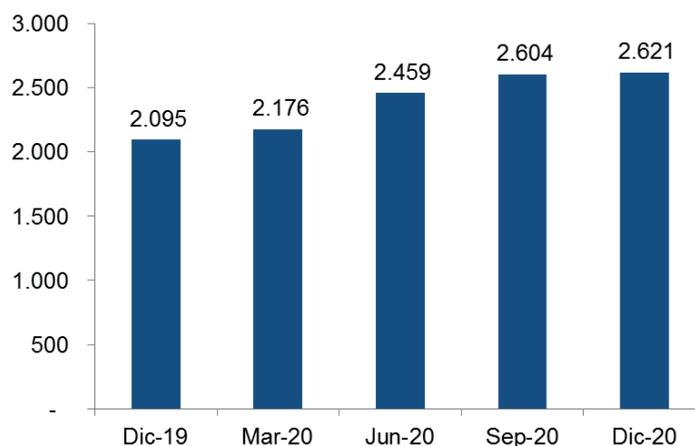


Durante el año se mantuvo la estrategia de mantener la exposición a instrumentos de spread de alta calidad crediticia.

#### 4.2.3. Portafolio Oro

Durante la gestión 2020, el valor del portafolio aumentó de USD 2.095 millones a USD 2.621 millones, un incremento de USD 526 millones (Gráfico N° 18), por el aumento del precio internacional del oro, dada la mayor demanda del metal como activo refugio a consecuencia de la pandemia del Covid-19, lo que generó incertidumbre respecto al crecimiento económico.

**Gráfico N° 18**  
Evolución del valor del portafolio  
(En millones de USD)



#### 4.3. Resultados de la inversión de las Reservas Internacionales

En la gestión 2020 se generaron ingresos de USD 46,2 millones por la inversión de las Reservas Internacionales, equivalente a una tasa de retorno de 0,80% (Cuadro N° 7). Sin considerar las Reservas de Oro, las Reservas Monetarias internacionales generaron ingresos por USD 43,7 millones, equivalente a una tasa de retorno de 1,19%. Las inversiones de oro obtuvieron un retorno de 0,14% equivalente a USD 2,4 millones.

**Cuadro N° 7**  
**Rendimiento e Ingresos**  
**por la inversión de las Reservas Internacionales\***

	Gestión 2019		Gestión 2020	
	Ingresos (En miles de USD)	Retorno	Ingresos (En miles de USD)	Retorno
<b>Total Tramo Precautorio</b>	<b>85.182</b>	<b>2,68%</b>	<b>31.288</b>	<b>1,39%</b>
<b>Total Tramo de Inversión</b>	<b>34.490</b>	<b>1,52%</b>	<b>12.438</b>	<b>0,78%</b>
<b>Total Reservas Monetarias Internacionales</b>	<b>119.672</b>	<b>2,21%</b>	<b>43.725</b>	<b>1,19%</b>
Portafolio Oro	3.442	0,20%	2.451	0,14%
<b>Total Reservas Internacionales</b>	<b>123.114</b>	<b>1,71%</b>	<b>46.176</b>	<b>0,80%</b>

(\*) Los retornos son del periodo y al igual que los ingresos no incluyen las variaciones cambiarias del oro, euro, dólar canadiense, dólar australiano y yuan renmimbi.

El retorno de la gestión 2020 disminuyó respecto a la gestión anterior como resultado de las bajas tasas de interés y menor stock de reservas para inversión.

En lo que respecta a los rendimientos obtenidos por la inversión de las Reservas Internacionales, comparados con los portafolios de referencia (benchmarks), en la gestión 2020, el BCB generó un exceso de retorno (Cuadro N° 8). En total, el rendimiento de las Reservas Monetarias Internacionales superó al benchmark en 36 puntos básicos.

**Cuadro N° 8**  
**Rendimiento en comparación con sus Benchmarks(\*)**

	Gestión 2019			Gestión 2020		
	Portafolio	Benchmark	Dif. (En pb)	Portafolio	Benchmark	Dif. (En pb)
Tramo Precautorio	2,68%	2,55%	13	1,39%	1,09%	29
Tramo de Inversión	1,52%	1,23%	29	0,78%	0,29%	49
<b>Total Reservas Monetarias Internacionales</b>	<b>2,21%</b>	<b>2,02%</b>	<b>19</b>	<b>1,19%</b>	<b>0,83%</b>	<b>36</b>

(\*) Rendimiento del periodo. No incluye las variaciones cambiarias del euro, dólar canadiense, dólar australiano y yuan renmimbi.

# 5. Gestión de riesgos en la inversión de las reservas

## 5.1. Cumplimiento de normas y límites

El Departamento de Control de Inversiones revisó el cumplimiento a las normas, límites y lineamientos de inversión establecidos por el Directorio del BCB y por el Comité de Reservas Internacionales (CRI). En la gestión 2020 se registraron algunos incumplimientos, en su mayoría de tipo pasivo como resultado de la disminución de las Reservas Internacionales:

- En fechas 26 y 27 de marzo de 2020 se registraron incumplimientos del límite máximo de USD 800 millones establecido por el CRI para el Capital de Trabajo. El saldo de este portafolio superó el límite en USD 34 millones y USD 15 millones, respectivamente, debido a ingresos por desembolsos de deuda externa, esta situación se corrigió el 30 de marzo de 2020.
- El 15 de octubre de 2020 se registró un incumplimiento del límite mínimo para el Tramo Precautorio al situarse el saldo por debajo de USD 2.000 millones, este hecho se corrigió al día siguiente con las transferencias de recursos del Tramo de Inversión.
- En fechas 25 y 26 de noviembre de 2020 se registraron incumplimientos del límite máximo del Capital de Trabajo (USD 1.300 millones) debido a desembolsos de deuda externa.

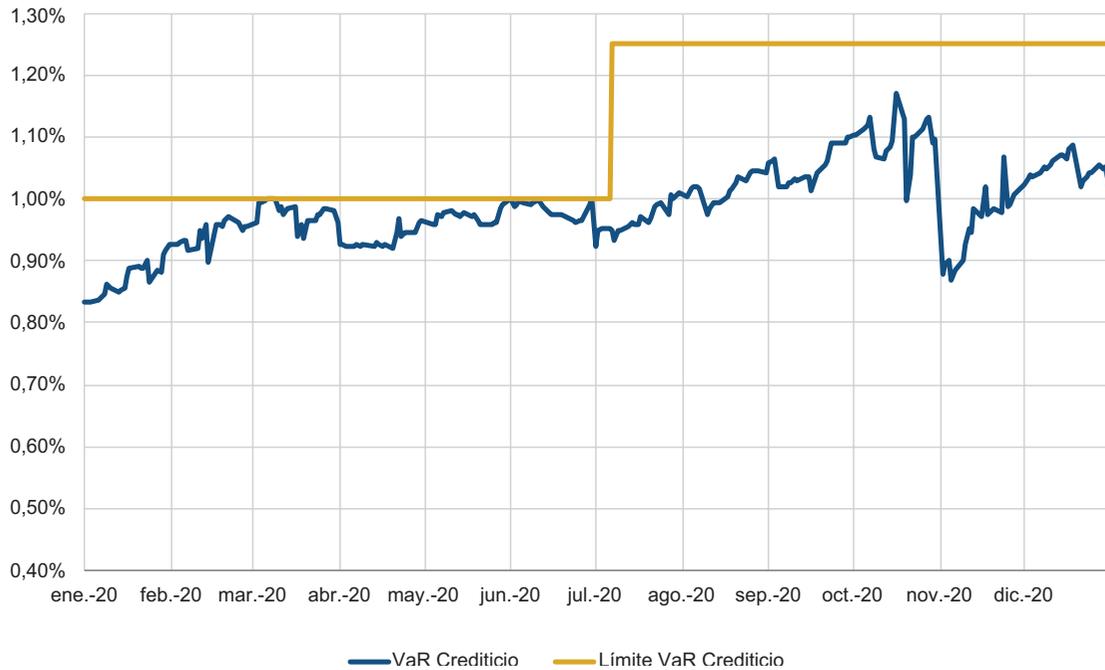
## 5.2. Riesgo crediticio

### 5.2.1. VaR crediticio

La máxima pérdida estimada por un evento de riesgo crediticio (default) con un nivel de confianza de 99,9% para el total de las Reservas Monetarias internacionales se ha mantenido por debajo del límite establecido en el Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales de 1% hasta el 6 de julio de 2020 y de 1,25% a partir del 7 de julio según la modificación al Reglamento a través de la R.D N° 062/2020 (Gráfico N° 19).

El riesgo crediticio medido por el VaR crediticio refleja una tendencia creciente, producto de la disminución de las Reservas Internacionales, la disminución de las exposiciones a títulos del BIS, que tiene la más alta calidad crediticia, y el incremento de la exposición en el sector bancario con menor plazo, por motivos precautorios ante la incertidumbre política del país y los requerimientos de liquidez (Gráfico N° 19).

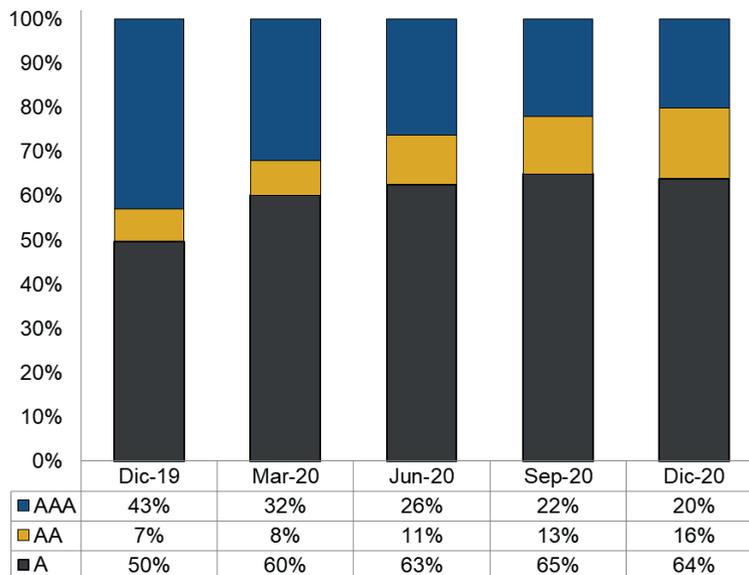
**Gráfico N° 19**  
**VaR Crediticio**  
**Reservas Monetarias Internacionales**



**5.2.2. Composición por calificación de riesgo crediticio**

Durante la gestión 2020 se mantuvo una adecuada calidad crediticia de las inversiones, en concordancia con lo establecido en el Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales. En comparación con la gestión 2019, las inversiones AAA se redujeron en 23 puntos porcentuales y se incrementaron las inversiones AA y A en 9 y 14 puntos porcentuales, respectivamente, lo que obedece a los vencimientos de las inversiones en el BIS y su inversión en agencias de gobierno y entidades bancarias con menor plazo, tal como se presenta en el siguiente gráfico (Gráfico N°20).

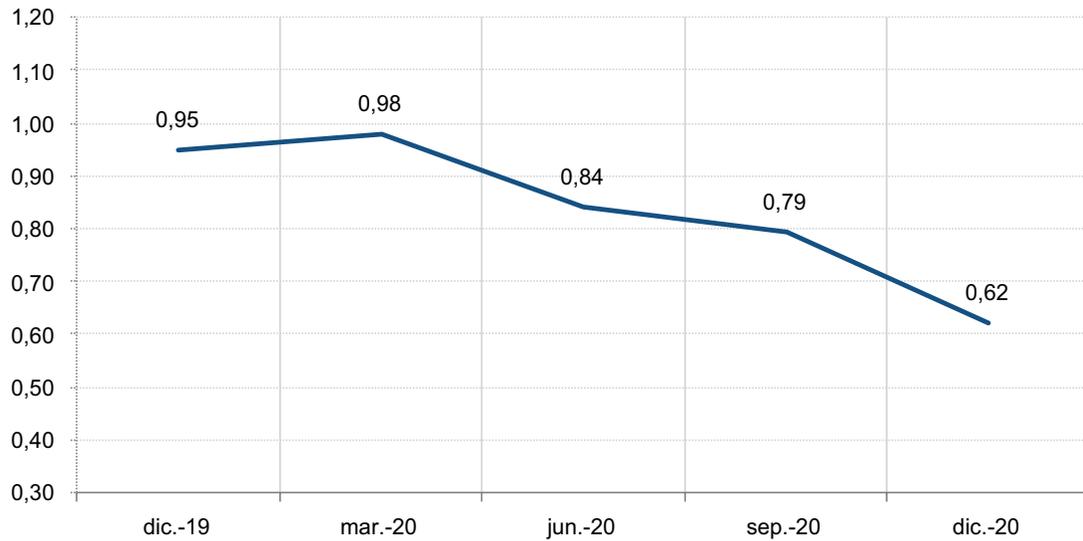
**Gráfico N° 20**  
**Total Reservas Internacionales**  
**Composición por calificación crediticia**



### 5.3. Riesgo de mercado

A diciembre de 2020, la duración de las Reservas Internacionales ascendió a 0,62 equivalente a 8 meses. Con relación a la gestión anterior, la duración registró una disminución debido a inversiones con menor plazo en el Portafolio de Liquidez. Las inversiones del total de las reservas internacionales en promedio tienen un vencimiento menor a 1 año por lo que el riesgo de perder por un movimiento adverso en las tasas de interés es bajo (Gráfico N° 21).

Gráfico N° 21  
Duración de las Reservas Internacionales



## 6. Administración de fondos de terceros

Además de las Reservas Internacionales, el BCB tiene a su cargo la administración de Fondos de Terceros, invertidos de manera análoga a las Reservas Internacionales, priorizando los criterios de liquidez, seguridad y preservación de capital: el Fondo de Protección al Ahorrista (FPAH), el Fondo de Protección al Asegurado (FPA) y el Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos en Moneda Extranjera (RAL-ME) (Cuadro N° 9).

**Cuadro N° 9**  
**Fondos de Terceros**  
**Gestión 2020**

	<b>Valor del fondo (En millones de USD)</b>	<b>Rendimiento</b>	<b>Ingresos por inversiones (En millones de USD)</b>
FPAH	170,6	1,27%	2,0
FPA	13,4	1,37%	0,2
Fondo RAL-ME	425,4	1,31%	7,7
<b>TOTAL</b>	<b>609,4</b>		<b>9,9</b>

## 7. Perspectivas para el primer trimestre de 2021

Las perspectivas para el primer trimestre 2021 de acuerdo a analistas económicos, bancos centrales, y bancos de inversión que participan en Bloomberg, reflejan un contexto de alta volatilidad. Los mercados financieros continuarán monitoreando los resultados de las medidas de políticas monetarias y fiscales expansivas implementadas a nivel global, reconociendo que estos incentivos elevaron los niveles de endeudamiento público de las economías en el mundo y podrían generar presiones inflacionarias en el mediano y largo plazo.

El optimismo que se generó al finalizar la gestión 2020 por el inicio de la vacunación en diferentes países, puede ser contrarrestado por la aceleración de los contagios de una nueva cepa del virus Covid-19, lo que ha generado que se apliquen nuevas restricciones de confinamiento en diferentes países, lo que puede volver a incrementar las expectativas de recesión de la economía global.

En EE.UU., se espera conocer la línea de administración gubernamental que implementará el nuevo Presidente electo, Joe Biden, en relación a la lucha contra la pandemia, la reactivación económica y las negociaciones de comercio internacional. En materia económica, al pronóstico publicado por el FED de forma trimestral, se espera que el PIB muestre una contracción de -2,4% para 2020 y una recuperación de 4,2% en 2021, con una inflación de 1,0% en 2021. Por otro lado, se espera que la tasa de política monetaria se mantenga en los niveles actuales hasta finales de 2021 y se continúe aplicando los programas de estímulo monetario del FED.

En Europa, de acuerdo con las proyecciones publicadas por el banco Central Europeo, se espera una contracción del PIB de -7,3% para 2020 y una expansión de 3,9% para 2021. Los niveles de inflación se mantendrían por debajo de la meta del 2% del BCE, alcanzando 1% en 2021. Por otro lado, se espera que el BCE continúe con la implementación de sus programas de compra de activos para lo que resta del año, pero con una modificación significativa para 2021, en la medida que el desempeño de la economía y la inflación no responda a sus expectativas.

En este contexto, el BCB continuará administrando las Reservas Internacionales implementando estrategias de inversión conservadoras, buscando principalmente la seguridad, preservación de capital y liquidez de las inversiones.