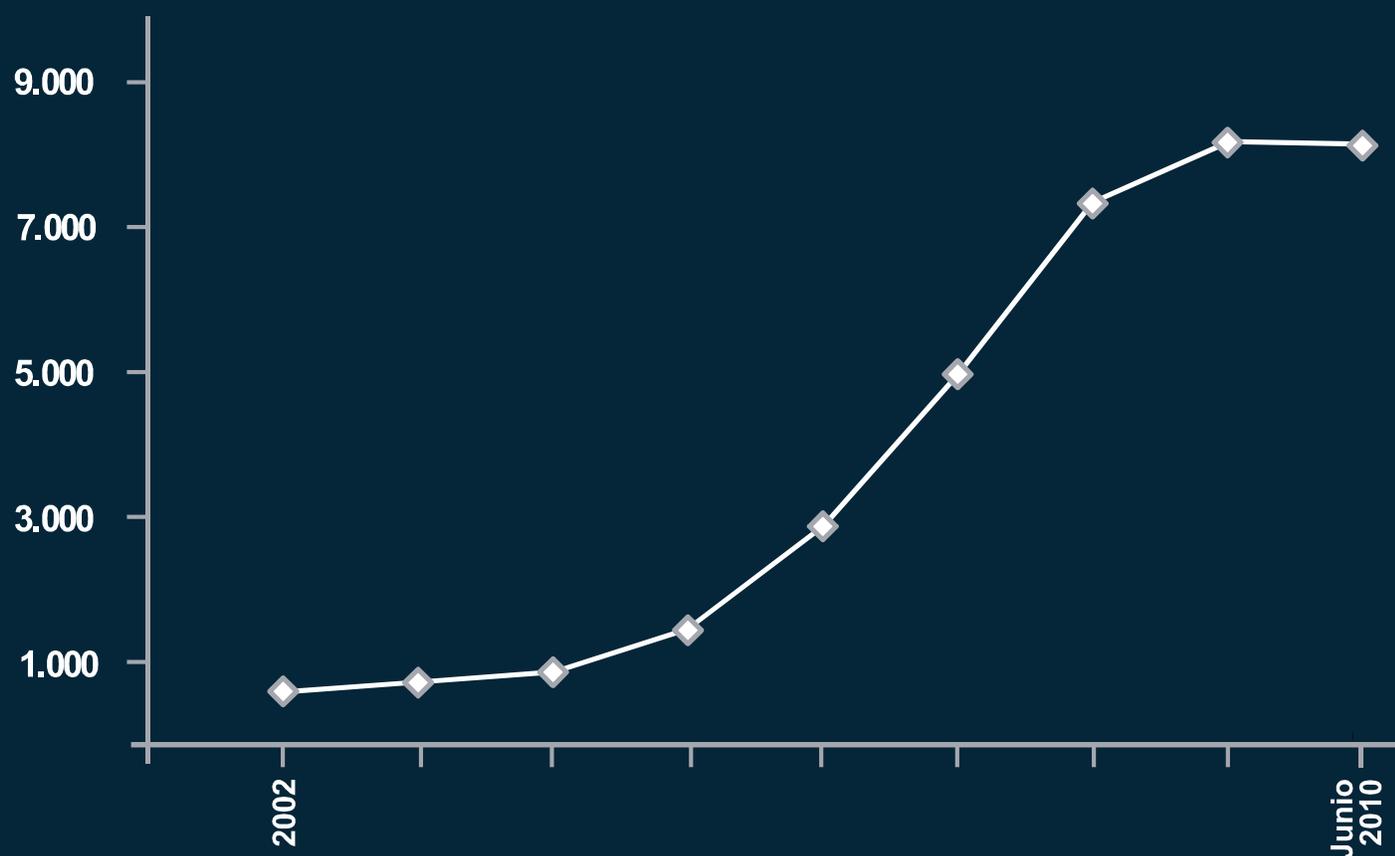


# ADMINISTRACIÓN *de las* RESERVAS INTERNACIONALES

PRIMER SEMESTRE 2010



**Banco Central de Bolivia**

**ADMINISTRACIÓN** *de las*  
**RESERVAS**  
**INTERNACIONALES**

---

PRIMER SEMESTRE 2010

**Banco Central de Bolivia**  
Gerencia de Operaciones Internacionales



# Índice

1. Introducción.....	5
2. Evolución de las reservas internacionales netas .....	7
2.1 Nivel y evolución de las reservas internacionales.....	7
2.2 Flujos de ingresos y egresos de las reservas internacionales.....	7
2.3 Índices de cobertura de las reservas internacionales .....	8
3 Estructura de las reservas internacionales .....	9
3.1 Estructura por portafolios .....	9
3.2 Estructura por monedas y oro.....	10
4. Resultados de la inversión de las reservas internacionales .....	11
4.1 Ingresos y rendimientos en la inversión de las reservas internacionales.....	11
4.2 Comparación de los rendimientos con sus <i>benchmarks</i> .....	12
4.3 Variaciones en la valoración del portafolio euro y del oro.....	13
5. Entorno internacional: Una recuperación mas lenta.....	15
Recuadro 1: Crisis zona euro.....	18
6. Gestión del capital de trabajo y de los portafolios del BCB .....	19
6.1 Capital de trabajo .....	19
6.2 Portafolio de liquidez .....	20
6.3 Portafolio de depósitos .....	22
6.4 Portafolio euro .....	24
Recuadro 2: Evolución de la moneda de la zona euro .....	26
6.5 Oro .....	27
Recuadro 3: Administrador delegado del fondo RAL-ME .....	29
7. Cumplimiento de normas y límites de inversión .....	31
8. Gestión de riesgos financieros en la administración de las reservas internacionales.....	33
8.1 Límite de riesgo global .....	33
8.2 Error de réplica.....	33
8.3 Riesgo de tasas de interés .....	34
8.4 Riesgo crediticio .....	34
8.4.1 Composición por calificación de riesgo crediticio .....	34
8.4.2 Cambios de calificación crediticia.....	35
8.4.3 Composición por sector .....	35
9. Perspectivas .....	36
Recuadro 4: Otras actividades en el primer semestre de 2010 .....	37
Anexo 1: Contrapartes e intermediarios con los que se efectuaron inversiones .....	38
Glosario de términos.....	39
Abreviaciones .....	43

## Gráficos

Gráfico N° 1: Evolución de las reservas internacionales netas .....	7
Gráfico N° 2: Estructura por portafolio .....	10
Gráfico N° 3: Estructura por moneda.....	10
Gráfico N° 4: EE.UU. - Tasa de crecimiento trimestral .....	15
Gráfico N° 5: Zona Euro - Tasa de crecimiento trimestral.....	15
Gráfico N° 6: Indicadores adelantados compuestos OECD: Estados unidos y Zona Euro.....	16
Gráfico N° 7: Tasa de desempleo: Estados unidos y Zona Euro .....	16
Gráfico N° 8: Inflación anual: Estados unidos y Zona Euro .....	16
Gráfico N° 9: Tasas referenciales: Estados unidos y Zona Euro .....	16
Gráfico N° 10: Índices accionarios: Grecia, Europa y mundo .....	17
Gráfico N° 11: Rendimientos notas de gobierno: EEUU y Alemania.....	17
Gráfico N° 12: Diferencial 2 y 10 años: EEUU y Alemania .....	17
Gráfico N° 13: Cotizaciones del euro y oro.....	17
Gráfico N° 14: Indicadores macro Zona Euro.....	18
Gráfico N° 15: Saldos diarios del capital de trabajo: enero - junio 2010.....	19
Gráfico N° 16: Variación diaria acumulada de bóveda: enero - junio 2010 .....	19
Gráfico N° 17: Evolución valor de mercado.....	20
Gráfico N° 18: Estructura por tipo de instrumentos .....	20
Gráfico N° 19: Estructura por plazo de inversión.....	21
Gráfico N° 20: Curva Libor vs. T-Bills .....	21
Gráfico N° 21: Estructura por tipo de instrumento .....	21
Gráfico N° 22: Estructura por calificación crediticia.....	21
Gráfico N° 23: Riesgo de tasas de interés.....	22
Gráfico N° 24: Retorno trimestral.....	22
Gráfico N° 25: Retorno acumulado desde inicio de año .....	22
Gráfico N° 26: Evolución del valor de mercado .....	22
Gráfico N° 27: Cupón promedio portafolio vs <i>benchmark</i> Libor a 6 meses .....	22
Gráfico N° 28: Estructura por calificación crediticia.....	23
Gráfico N° 29: Duración.....	23
Gráfico N° 30: Retorno trimestral.....	23
Gráfico N° 31: Retorno acumulado desde inicio de año .....	23
Gráfico N° 32: Evolución del portafolio euro .....	24
Gráfico N° 33: Estructura del portafolio euro .....	24
Gráfico N° 34: Estructura por calificación crediticia.....	24
Gráfico N° 35: Duración.....	24
Gráfico N° 36: Retorno trimestral.....	25
Gráfico N° 37: Retorno acumulado desde inicio de año .....	25
Gráfico N° 38: Evolución del tipo de cambio USD/EUR .....	26
Gráfico N° 39: Valor de mercado del oro .....	27
Gráfico N° 40: Estructura de las inversiones del oro .....	27
Gráfico N° 41: Estructura por calificación crediticia.....	27
Gráfico N° 42: Duración.....	27
Gráfico N° 43: Rendimiento del portafolio en oro .....	28
Gráfico N° 44: Valor de mercado del portafolio RAL-ME .....	29
Gráfico N° 45: Reservas internacionales composición por calificación crediticia.....	34
Gráfico N° 46: Composición de las reservas internacionales por sector de inversión .....	35

## Cuadros

Cuadro N° 1: Flujo de ingresos y egresos de las reservas internacionales.....	8
Cuadro N° 2: Cobertura de las reservas internacionales netas en porcentaje.....	8
Cuadro N° 3: Estructura de las reservas internacionales .....	9
Cuadro N° 4: Rendimiento de las reservas internacionales.....	11
Cuadro N° 5: Ingresos por la inversión de las reservas internacionales .....	12
Cuadro N° 6: Desempeño de los portafolios comparado con <i>benchmarks</i> .....	12
Cuadro N° 7: Variación valoración reservas internacionales oro y euro .....	13
Cuadro N° 8: Exportación e importación de remesas de billetes en usd .....	20

# 1. Introducción

El presente documento describe la administración e inversión de las reservas internacionales que efectuó el Banco Central de Bolivia (BCB) durante el primer semestre de 2010, continuando con la política de informar regularmente a la población sobre sus actividades. Este es el tercer documento luego de los Informes presentados a la población en general, correspondientes al primer semestre de 2009 y a toda la gestión 2009.

Al 30 de junio de 2010 las reservas internacionales netas alcanzaron un saldo de USD 8.537 millones, con un nivel superior al 30 de junio de 2009 y similar al alcanzado el 31 de diciembre de 2009.

La estructura de las reservas por divisas se mantuvo en el primer semestre de 2010, con un perfil diversificado con una participación de 68% en dólares estadounidenses, 16% en euros, 13% en oro y 3% en Derechos Especiales de Giro (DEG's).

La inversión de las reservas internacionales durante el periodo mencionado generó un ingreso de USD 19.9 millones representando un rendimiento de 0.25% sobre el total de las reservas. Este rendimiento de las reservas internacionales se dio en un escenario de mercados financieros internacionales con tasas de interés que permanecen desde diciembre de 2008 en niveles históricamente bajos, cercanos a cero.

El entorno internacional se caracterizó por la crisis fiscal en algunos países de la Zona Euro, como Grecia y Portugal, y una modesta recuperación de la economía estadounidense, eventos que impactaron principalmente en la moneda de la Zona Euro, la cual se depreció respecto al dólar estadounidense en 15% durante el primer semestre.

En este contexto, la gestión de las reservas internacionales del BCB continuó privilegiando los criterios de seguridad, liquidez, preservación de capital y diversificación antes que rentabilidad.

El Portafolio Euro constituido durante la gestión 2009 y las reservas en oro, se mantuvieron sin mayores modificaciones en el periodo enero-junio de 2010, manteniendo una política de diversificación de las reservas internacionales que busca obtener una mejor relación riesgo-retorno en el mediano y largo plazo.

En el periodo de análisis se cumplieron todas las normas, lineamientos y límites de inversión establecidos por el Directorio y por el Comité de Reservas Internacionales del BCB. Este cumplimiento ha sido permanentemente ratificado por las auditorías internas semestrales y las auditorías externas anuales que se realizan a la inversión de las reservas internacionales.

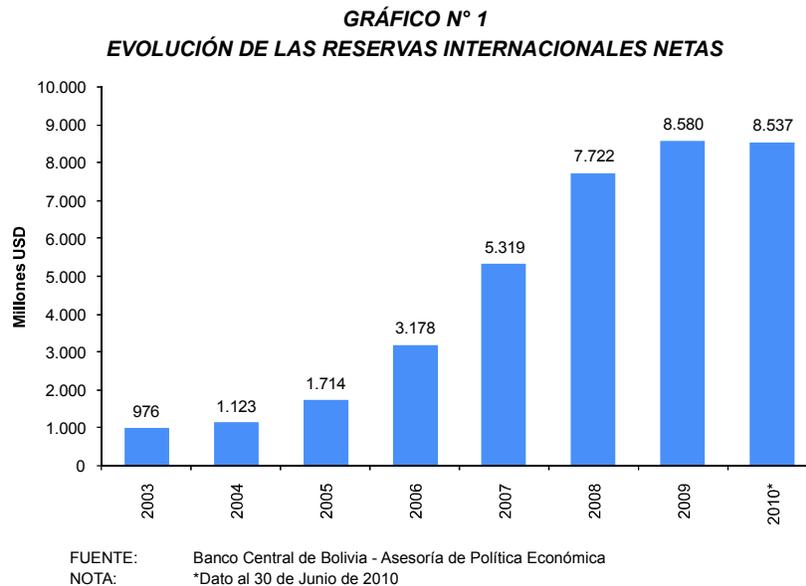
Las estimaciones del mercado muestran que en el segundo semestre de 2010 las tasas de interés en los mercados financieros internacionales no se modificarán, lo que se reflejará en un ingreso por la inversión de las reservas internacionales de alrededor de USD 40 millones para toda la gestión 2010.



## 2. Evolución de las reservas internacionales netas

### 2.1 NIVEL Y EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Al 30 de junio de 2010 las reservas internacionales netas del Banco Central de Bolivia (BCB), se situaron en USD 8.537 millones superior al nivel alcanzado en junio de 2009 en USD 581 millones y similar al alcanzado al 31 de diciembre de 2009, de USD 8.580 millones (Gráfico N° 1).



Después de cinco años de incrementos continuos, las reservas internacionales se han mostrado estables a lo largo del primer semestre de 2010.

### 2.2 FLUJOS DE INGRESOS Y EGRESOS DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

El principal rubro de ingresos continúa siendo la exportación de gas de Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB) con USD 771 millones. Los desembolsos por deuda externa alcanzaron a USD 112 millones y las exportaciones de la Empresa Minera Vinto ascendieron a USD 99 millones.

En los egresos se destacan 4 rubros, la salida de USD en efectivo por USD 290 millones, transferencias al exterior del sistema financiero por USD 263 millones, importación de diesel de YPFB por USD 242 millones y el pago del servicio de la deuda externa por USD 197 millones (Cuadro N° 1).

**CUADRO N° 1**  
**FLUJO DE INGRESOS Y EGRESOS DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES**  
 (En millones de USD)

	2008		2009		2010
	1er Sem	2do Sem	1er Sem	2do Sem	1er Sem
<b>Ingresos</b>	<b>1.909,0</b>	<b>2.026,7</b>	<b>1.064,8</b>	<b>1.445,7</b>	<b>1.259,8</b>
Exportaciones de Gas (YPFB)	964,4	1.157,7	937,8	711,0	771,4
Fondo RAL	12,0	-67,1	-270,2	-61,6	64,2
Desembolsos de Créditos	64,0	149,8	90,0	215,8	112,0
Empresa Metalúrgica Vinto	91,5	83,8	68,2	90,3	98,9
Exportaciones	201,1	186,1	103,5	140,2	80,9
Embajadas y Organismos Internacionales	165,5	139,9	6,9	2,7	1,4
Remesas (Ayuda Familiar)	171,9	112,1	5,9	0,0	0,0
Inversión de la Reservas Internacionales	107,8	109,6	40,7	28,9	19,7
Otros	130,8	154,8	82,0	318,4	111,3
<b>Egresos</b>	<b>188,7</b>	<b>1.374,2</b>	<b>934,1</b>	<b>964,3</b>	<b>1.128,8</b>
Movimiento de Efectivo en USD	-277,6	364,6	345,1	284,6	290,2
Transferencias Sist. Financiero	3,0	462,7	107,1	116,2	263,3
Importación Diesel y Otros (YPFB)	259,6	315,3	274,2	322,3	242,1
Servicio de Deuda Externa	133,3	127,0	107,9	104,5	197,5
Otros	70,4	104,6	99,8	136,7	135,7
<b>Subtotal</b>	<b>1.720,3</b>	<b>652,5</b>	<b>130,7</b>	<b>481,4</b>	<b>131,0</b>
Variaciones en Valoración oro y euro	81,8	-51,7	102,9	143,1	-173,8
<b>Total</b>	<b>1.802,1</b>	<b>600,8</b>	<b>233,6</b>	<b>624,5</b>	<b>-42,8</b>

Las variaciones en la valoración del oro y del euro con relación al USD, resultaron en este primer semestre de 2010 con un importe de -USD 174 millones.

### 2.3 ÍNDICES DE COBERTURA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Durante el primer semestre de 2010 los índices de cobertura de las reservas respecto a los depósitos totales del sistema financiero nacional y del dinero en sentido amplio M'3 continúan en niveles adecuados, mostrando una ligera reducción por el incremento de estas variables y la leve reducción del nivel de reservas internacionales netas (Cuadro N°2).

**CUADRO N° 2**  
**COBERTURA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES NETAS EN PORCENTAJE**

	2004	2005	2006	2007	2008	Jun - 2009	Dic - 2009	Jun- 2010
Reservas Internacionales Netas (mill. de \$us.)	1.123	1.714	3.178	5.319	7.722	7.956	8.580	8.537
RIN en porcentajes de:								
Depositos totales	34	48	78	103	115	107	103	100
Dinero en sentido amplio (M'3)	30	40	62	77	86	86	80	79

Fuente: Banco Central de Bolivia - Asesoría de Política Económica

## 3. Estructura de las reservas internacionales

### 3.1 ESTRUCTURA POR PORTAFOLIOS

En el periodo enero-junio de 2010, la estructura de las reservas internacionales no ha mostrado cambios significativos comparados con el semestre anterior, manteniéndose el capital de trabajo con 2%, el capital de inversión con 85% y las reservas de oro con 13%, como se muestra en el siguiente cuadro:

**CUADRO N° 3**  
**ESTRUCTURA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES**

	31-Dic-08		30-Jun-09		31-Dic-09		30-Jun-10	
	En millones de USD	Participación Porcentual						
Billetes y Monedas	115,4	1%	95,2	1%	136,5	2%	125,5	1%
Depósitos Vista	80,6	1%	52,5	1%	27,4	0%	59,0	1%
<b>Capital de Trabajo</b>	<b>195,9</b>	<b>3%</b>	<b>147,7</b>	<b>2%</b>	<b>163,9</b>	<b>2%</b>	<b>184,5</b>	<b>2%</b>
Portafolio de Liquidez	4.736,9	61%	5.750,0	73%	3.719,6	43%	3.077,4	36%
Portafolio de Depósitos	1.938,4	25%	500,8	6%	1.984,5	23%	2.540,3	30%
Portafolio de Euros	-	0%	639,8	8%	1.443,4	17%	1.364,2	16%
DEG's	42,5	1%	42,7	1%	257,6	3%	243,9	3%
<b>Capital de Inversión</b>	<b>6.717,8</b>	<b>87%</b>	<b>6.933,3</b>	<b>87%</b>	<b>7.405,0</b>	<b>86%</b>	<b>7.225,8</b>	<b>85%</b>
<b>Total Reservas Monetarias</b>	<b>6.913,8</b>	<b>90%</b>	<b>7.081,0</b>	<b>89%</b>	<b>7.568,9</b>	<b>88%</b>	<b>7.410,3</b>	<b>87%</b>
Oro	795,4	10%	845,4	11%	997,1	12%	1.132,4	13%
<b>Reservas Internacionales</b>	<b>7.709,2</b>	<b>100%</b>	<b>7.926,4</b>	<b>100%</b>	<b>8.566,0</b>	<b>100%</b>	<b>8.542,7</b>	<b>100%</b>

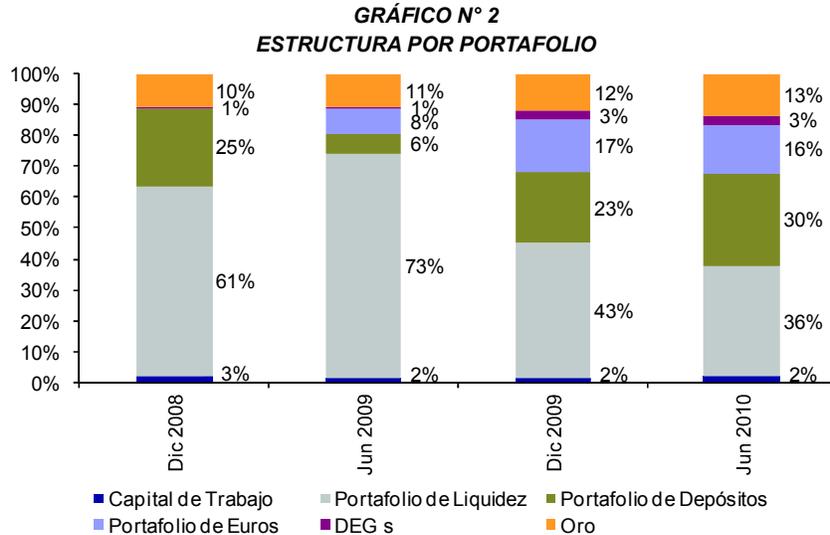
Fuente: Banco Central de Bolivia - Gerencia de Operaciones Internacionales

<sup>1</sup> La diferencia de USD 6 millones con el dato de las Reservas Internacionales Netas de USD 8.537 millones, se origina en el tramo de reserva con el FMI, obligaciones del convenio ALADI y variaciones cambiarias.

El cambio más importante en la estructura de las reservas internacionales al 30 de junio de 2010, comparado con semestres anteriores, se reflejó en la reasignación de recursos del Portafolio de Liquidez al Portafolio de Depósitos, aunque con incrementos porcentuales acotados, debido al escenario de crisis fiscal en los países periféricos de la Zona Euro (Gráfico N° 2).

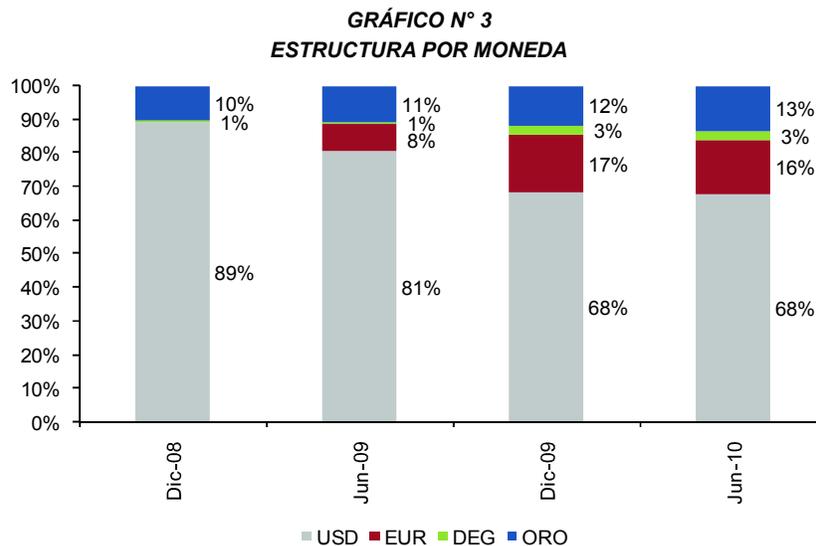
En enero de 2010 se finalizó el incremento de la inversión en el Portafolio Euro con 105 millones de euros, alcanzando un importe total de Euros 1.108 millones, que se mantuvo el resto del semestre, con una participación del 16% de las reservas internacionales.

Las inversiones en oro continuaron beneficiándose del incremento del precio de dicho metal en los mercados financieros internacionales, habiendo incrementado su valoración en USD 135 millones, representando el 13% de las reservas internacionales.



### 3.2 ESTRUCTURA POR MONEDAS Y ORO

La estructura de las reservas internacionales por monedas y oro, refleja la diversificación alcanzada buscando como se mencionó en anteriores informes, una mejor relación de riesgo-retorno en el mediano y largo plazo (Gráfico N° 3).



En el primer semestre de 2010 la estructura por monedas no ha presentado variaciones relevantes.

## 4. Resultados de la inversión de las reservas internacionales

### 4.1 INGRESOS Y RENDIMIENTOS EN LA INVERSIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

En el primer semestre de 2010, la inversión de las reservas internacionales con un capital promedio de USD 8.140 millones, generó un ingreso de USD 19,9 millones, con una de rendimiento de 0,25%. El Portafolio de Liquidez contribuyó con USD 8,1 millones, el Portafolio de Depósitos con USD 6,8 millones, el Portafolio Euro con el equivalente de USD 4,1 millones, y finalmente el oro generó USD 0,9 millones.

**CUADRO N° 4**  
**RENDIMIENTO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES**

Total ene - jun 2010			
	Capital Promedio (En miles de USD)	Ingresos (En miles de USD)	Rendimiento
<b>Capital de Trabajo</b>	<b>69.411</b>	<b>69</b>	<b>0,10%</b>
1) Portafolio de Liquidez	3.305.006	8.115	0,25%
2) Portafolio de Depósitos	2.257.324	6.802	0,30%
3) Portafolio Euro	1.458.390	4.066	0,29%
<b>Capital de Inversión</b>	<b>7.020.720</b>	<b>18.983</b>	<b>0,27%</b>
<b>Total Reservas Monetarias</b>	<b>7.090.131</b>	<b>19.053</b>	<b>0,27%</b>
4) Oro	1.050.402	874	0,09%
<b>TOTAL GENERAL</b>	<b>8.140.533</b>	<b>19.927</b>	<b>0,25%</b>

El rendimiento total promedio obtenido en este periodo alcanzó al 0,25%, con un rendimiento muy similar de los Portafolios de Liquidez, Depósitos y Euro. El oro por las características propias de ese mercado, tiene un rendimiento menor.

Con relación a anteriores periodos, los ingresos han disminuido considerablemente como resultado de las actuales tasas de interés que son históricamente las más bajas que pagan por las inversiones los mercados financieros internacionales. Por ejemplo, en el año 2008 la tasa LIBOR a 6 meses alcanzaba a 1.75% mientras que este año no superó el 0.75%, de igual manera la nota del Tesoro americano de 0.26% pasó a un mínimo de 0.12% en igual período.

**CUADRO N° 5**  
**INGRESOS POR LA INVERSIÓN DE LAS RESERVAS**  
**INTERNACIONALES**

Ingresos de las Reservas Internacionales (En miles de USD)			
Año	Reservas Monetarias Internacionales	Reservas de Oro	Total
I-trim-2008	77.818	182	78.000
II-trim-2008	29.523	278	29.801
III-trim-2008	50.428	426	50.854
IV-trim-2008	57.876	893	58.769
Total 2008	215.646	1.778	217.424
I-trim-2009	22.191	915	23.105
II-trim-2009	16.531	986	17.517
III-trim-2009	14.270	942	15.212
IV-trim-2009	12.853	891	13.744
Total 2009	65.845	3.733	69.578
I-trim-2010	10.849	479	11.328
II-trim-2010	8.203	395	8.598
Total 1° semestre 2010	19.053	874	19.927

#### 4.2 COMPARACIÓN DE LOS RENDIMIENTOS CON SUS *BENCHMARKS*

En el primer semestre de 2010 todos los Portafolios generaron un rendimiento superior a sus comparadores referenciales (*benchmarks*). El Portafolio de Liquidez rindió 14 puntos básicos (p.b.)<sup>2</sup> más que su *benchmark*, el Portafolio de Depósitos superó a su comparador en 11 p.b. y el Portafolio Euro en 3 p.b., de acuerdo al cuadro N° 6.

En la gestión 2009, los portafolios de Liquidez y Euro obtuvieron retornos mayores a su *benchmark* en 46 p.b. y 4 p.b. respectivamente y el Portafolio de Depósitos rindió igual que el comparador.

**CUADRO N° 6**  
**DESEMPEÑO DE LOS PORTAFOLIOS COMPARADO**  
**CON BENCHMARKS**

	Gestión 2009			Enero - Junio 2010		
	Portafolio	Benchmark	Diferencia (En pb)	Portafolio	Benchmark	Diferencia (En pb)
Portafolio de Liquidez	0,81%	0,35%	46	0,25%	0,10%	14
Portafolio de Depósitos	1,59%	1,59%	0	0,30%	0,19%	11
Portafolio Euro (*)	0,64%	0,60%	4	0,29%	0,26%	3
Total Reservas Monetarias Internacionales	0,92%	0,59%	33	0,27%	0,16%	11

(\*) El rendimiento no considera las variaciones de la cotización del euro

<sup>2</sup> Un punto básico (pb) es equivalente a 0.01%.

### 4.3 VARIACIONES EN LA VALORACIÓN DEL PORTAFOLIO EURO Y DEL ORO

El Portafolio Euro y el oro, si son expresados en dólares estadounidenses (USD) presentan variaciones en su valoración como resultado de las modificaciones que experimentan continuamente el tipo de cambio USD/EUR y de la cotización de la onza troy fina de oro (OTF) con relación al USD.

Dependiendo de la evolución de estos tipos de cambio y cotización, la valoración de las reservas en euros y en oro puede incrementarse o disminuir. Estas variaciones en la gestión 2009 y el primer semestre de 2010 fueron las siguientes:

**CUADRO N° 7**  
**VARIACIÓN VALORACIÓN RESERVAS INTERNACIONALES**  
**ORO Y EURO**  
*(En millones de USD)*

Portafolio	Variación de la valoración 2009	Variación de la valoración al 30 de junio 2010	Variación total
Oro	202	133	335
Euro	37	-235	-198
Total	239	-102	137

Como se puede observar la valoración combinada del oro y del euro desde la gestión 2009 muestra un incremento en la valoración de USD 137 millones. Sin embargo se debe reiterar que las inversiones en el Portafolio Euro y en el oro no buscan generar valoraciones positivas en el corto plazo, sino más bien obtener una adecuada diversificación de las reservas internacionales, procurando una mejor relación riesgo retorno en el mediano y largo plazo.

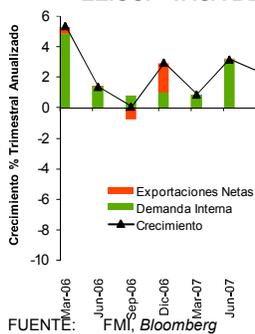


## 5. Entorno internacional: Una recuperación mas lenta

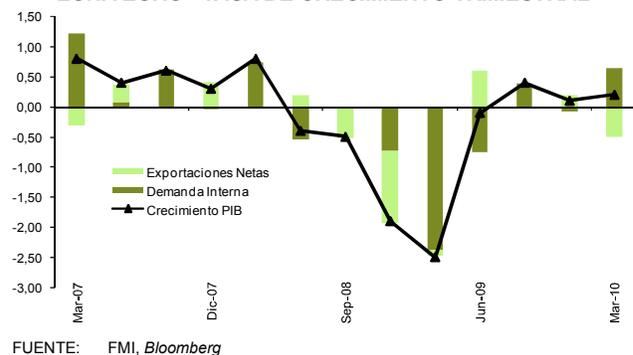
El entorno internacional durante el primer semestre de 2010 se caracterizó por la crisis fiscal en los países periféricos de la Zona Euro y por la moderada recuperación económica de los países avanzados, mucho más lenta que las proyecciones iniciales.

El crecimiento de EE.UU. que durante el segundo trimestre de 2010 llegó a 2.4% fue menor al de los dos trimestres anteriores debido principalmente a una disminución en la contribución del sector externo (Gráfico N° 4).

**GRÁFICO N° 4**  
**EE.UU. - TASA DE CRECIMIENTO TRIMESTRAL**



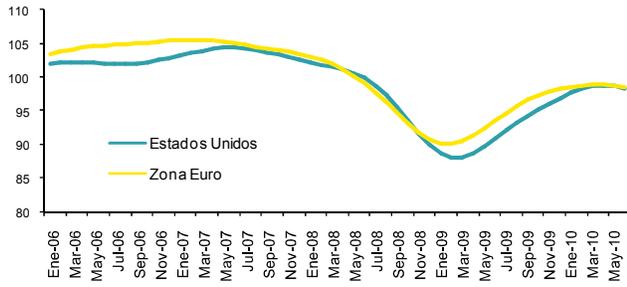
**GRÁFICO N° 5**  
**ZONA EURO - TASA DE CRECIMIENTO TRIMESTRAL**



Con respecto a la Zona Euro más específicamente relacionada con la crisis fiscal, a pesar de que la tasa de crecimiento del PIB ha mostrado una ligera mejora de 0.2% para el primer trimestre 2010 por su contribución de la demanda interna, se espera que esta sea afectada por la crisis mostrando una disminución en el resto de la gestión (Gráfico N°5).

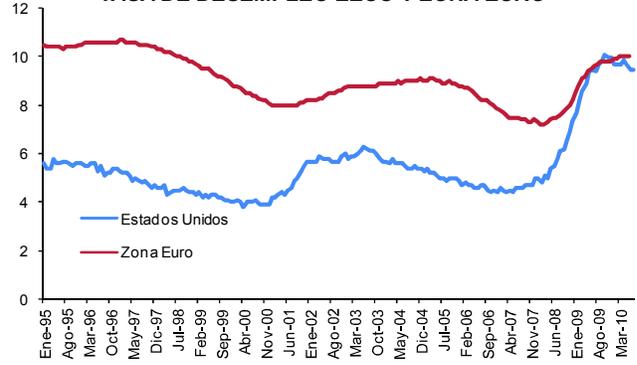
Por otro lado, el comportamiento de los indicadores adelantados de la OECD<sup>3</sup> mostraron en el primer semestre de 2010 señales de recuperación aunque menos pronunciadas que durante el 2009 especialmente en la economía de la Zona Euro, ratificando el impacto de los altos niveles de deuda en varios países de dicha región, lo que generó un incremento importante del riesgo soberano a mitad de este semestre (Gráfico N° 6).

**GRÁFICO N° 6**  
**INDICADORES ADELANTADOS COMPUESTOS OECD**  
**ESTADOS UNIDOS Y ZONA EURO**



FUENTE: Bloomberg

**GRÁFICO N° 7**  
**TASA DE DESEMPLEO EEUU Y ZONA EURO**

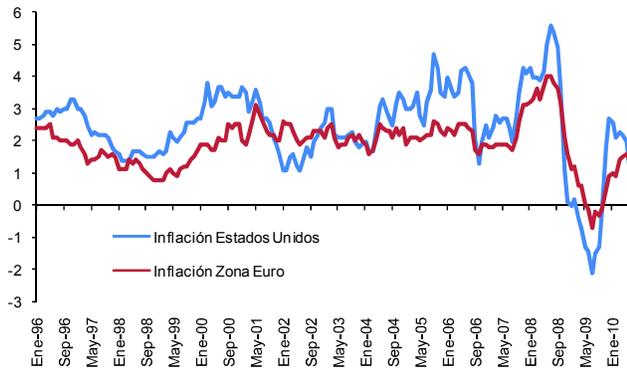


FUENTE: Bloomberg

Con respecto al mercado laboral, en Estados Unidos se evidencia una estabilización y leve descenso de la tasa de desempleo en este primer semestre situándola en 9.5%, contrariamente, en la Zona Euro la tasa de desempleo no se ha estabilizado, habiendo alcanzado un nivel de 10% al mes de junio (Gráfico N° 7).

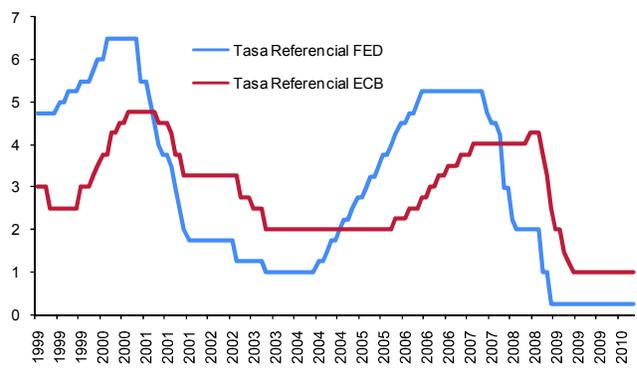
Debido al repunte de los precios de los energéticos a mediados de 2009, la inflación general tanto en Estados Unidos como en la Zona Euro aumentó hasta la mitad del primer trimestre 2010, sin embargo los datos anuales alcanzados no están fuera de las metas de los bancos centrales. La inflación a 12 meses para Estados Unidos a junio fue de 1.1% y para la Zona Euro de 1.4% en el mismo período (Gráfico N° 8).

**GRÁFICO N° 8**  
**INFLACIÓN ANUAL: ESTADOS UNIDOS Y ZONA EURO**



FUENTE: Bloomberg

**GRÁFICO N° 9**  
**TASAS REFERENCIALES ESTADOS UNIDOS Y ZONA EURO**



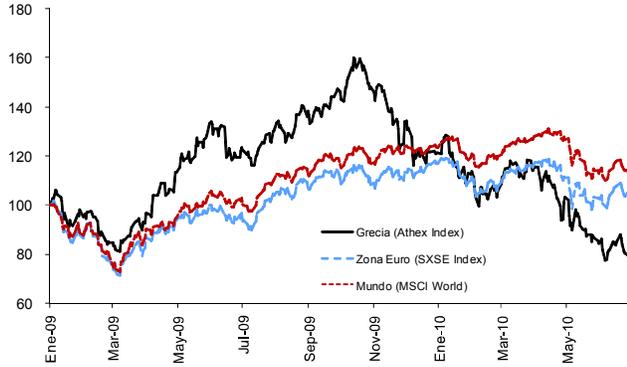
FUENTE: Bloomberg

En este contexto macroeconómico y de crisis internacional, en términos de política monetaria la Reserva Federal de los Estados Unidos mantuvo su tasa referencial en el rango de 0% a 0.25%, y el Banco Central Europeo en 1% (Gráfico N° 9).

La crisis griega tuvo un efecto contagio sobre otros países periféricos de la Zona Euro. La desconfianza llegó a cuestionar la recuperación económica global, por lo que los participantes de mercado dirigieron sus inversiones a activos más seguros como los instrumentos de gobierno estadounidenses y alemanes en desmedro de los mercados accionarios (Gráficos N° 10 y 11).

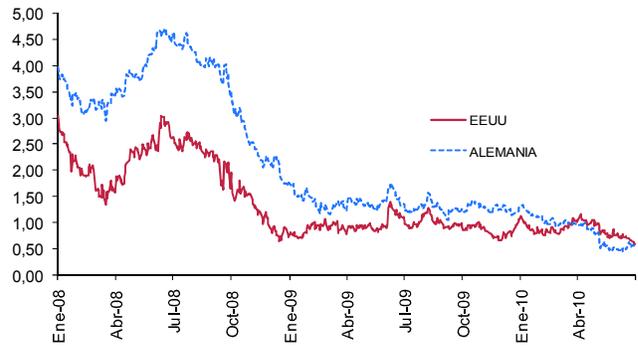
<sup>3</sup> Organización para la cooperación económica y el desarrollo.

**GRÁFICO N° 10**  
**ÍNDICES ACCIONARIOS: GRECIA, EUROPA Y MUNDO**



FUENTE: Bloomberg

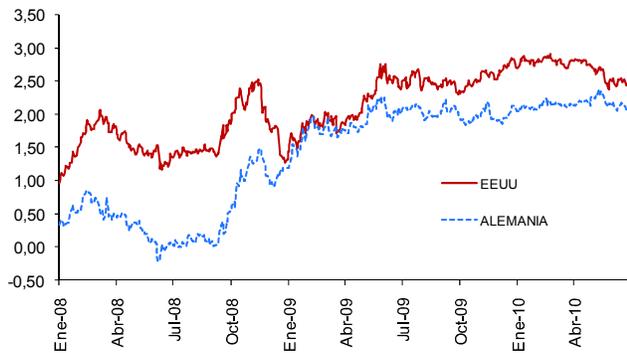
**GRÁFICO N° 11**  
**RENDIMIENTOS NOTAS DE GOBIERNO: EEUU Y ALEMANIA**



FUENTE: Bloomberg

Este pesimismo de mercado se vio reflejado en las pendientes de las curvas de rendimiento en EEUU y Alemania<sup>4</sup> (Gráfico N° 12). Ante estas circunstancias, la cotización del Euro alcanzó niveles cercanos al USD/EUR 1,20 durante el semestre (Gráfico N° 13); mientras que el oro superó la barrera de USD 1.250 por OTF,<sup>5</sup> como resultado de las políticas económicas expansivas a ambos lados del Atlántico.

**GRÁFICO N° 12**  
**DIFERENCIAL 2 Y 10 AÑOS: EEUU Y ALEMANIA**



FUENTE: Bloomberg

**GRÁFICO N° 13**  
**COTIZACIONES DEL EURO Y ORO**



FUENTE: Bloomberg

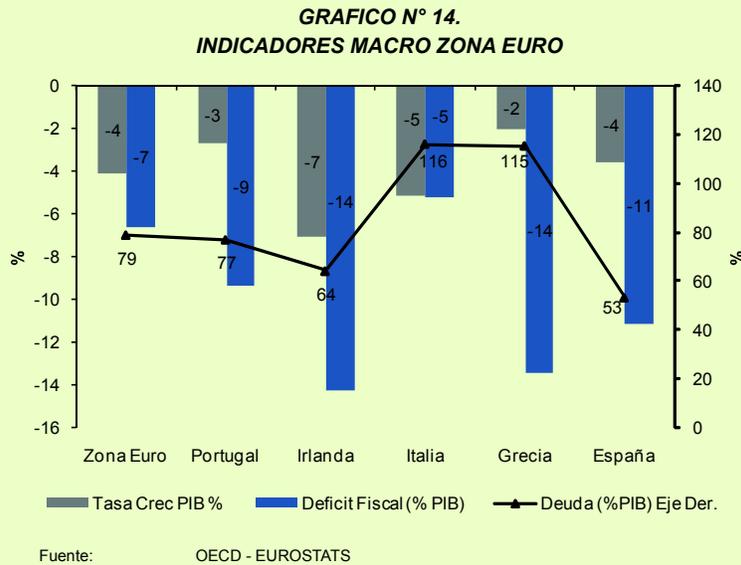
<sup>4</sup> La pendiente de la curva es igual al diferencial del rendimiento de la nota de gobierno a 10 años respecto de la nota de gobierno a 2 años.

<sup>5</sup> Onza Troy fina.

**RECUADRO 1: CRISIS ZONA EURO**

La relativa tranquilidad en los mercados internacionales durante el primer trimestre de 2010 fue interrumpida por la severidad de los problemas fiscales en Grecia y en el resto de los países de la periferia de la Zona Euro que generaron gran volatilidad y distorsiones en sus mercados financieros y un impacto negativo en los mercados globales.

Estos países de la periferia, durante los últimos 10 años mostraron un crecimiento importante de sus economías, sin embargo, la crisis financiera y económica global dejaron entrever las debilidades estructurales respecto al manejo de sus finanzas públicas. Grecia, el país que inició la crisis en la Zona Euro presenta un déficit fiscal del 14% y un ratio de deuda de 115% como porcentaje del PIB en la gestión 2009 (Gráfico 14).



Ante este escenario de crisis y para evitar el contagio al resto de los países de la Zona Euro, el Banco Central Europeo (BCE) junto con el Fondo Monetario Internacional (FMI) crearon un fondo de ayuda de EUR 750 billones con el fin de cubrir las necesidades de liquidez de los países que presentan mayores problemas fiscales en la región. Asimismo, el BCE ha estado realizando operaciones de compra de títulos de gobierno de los países de la Zona Euro con el fin de estabilizar los mercados financieros.

Los lineamientos de inversión aprobados por el Directorio del BCB establecen una calificación de riesgo crediticio soberano igual o mayor a AA-, por lo que no se podía ni se puede efectuar inversiones en Grecia e Irlanda.

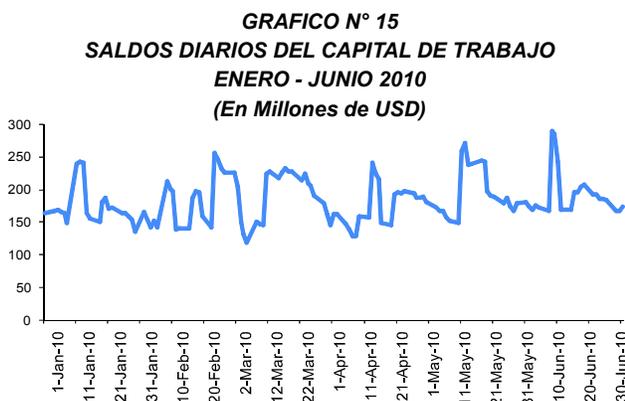
Adicionalmente en este primer semestre de 2010 el Comité de Reservas Internacionales restringió nuevas inversiones en Portugal.

## 6. Gestión del capital de trabajo y de los portafolios del BCB

### 6.1 CAPITAL DE TRABAJO

Con el Capital de Trabajo se atienden los requerimientos de billetes en dólares estadounidenses del público a través del sistema financiero y los pagos por obligaciones externas de los sectores público y privado, utilizando los saldos de las cuentas corrientes que el BCB tiene en bancos del exterior.

En el primer semestre de 2010, el Capital de Trabajo osciló en un rango entre USD 118 millones y USD 290 millones, con un promedio de USD 185 millones, habiendo atendido todos los requerimientos de los sectores público y privado (Gráfico N° 15).



En el período enero-junio de 2010, el retiro neto de dólares estadounidenses en billetes de bóveda por el sistema financiero fue de USD 290 millones, de los cuales una disminución importante se produjo en el mes de junio debido a la incertidumbre creada por los falsos rumores de quiebra de una Entidad Bancaria (Gráfico N° 16), sin embargo, este hecho no tuvo una incidencia significativa, ya que todos los requerimientos de billetes en dólares estadounidenses fueron atendidos.

Con el objeto de cubrir esta salida de billetes, en el primer semestre de esta gestión el Banco Central de Bolivia efectuó operaciones de importación de dólares estadounidenses en efectivo por un total de USD 350 millones. Asimismo se efectuaron operaciones de exportación por USD 71 millones de billetes viejos y de corte menor, habiéndose importado un neto de USD 279 millones (Cuadro N° 8).

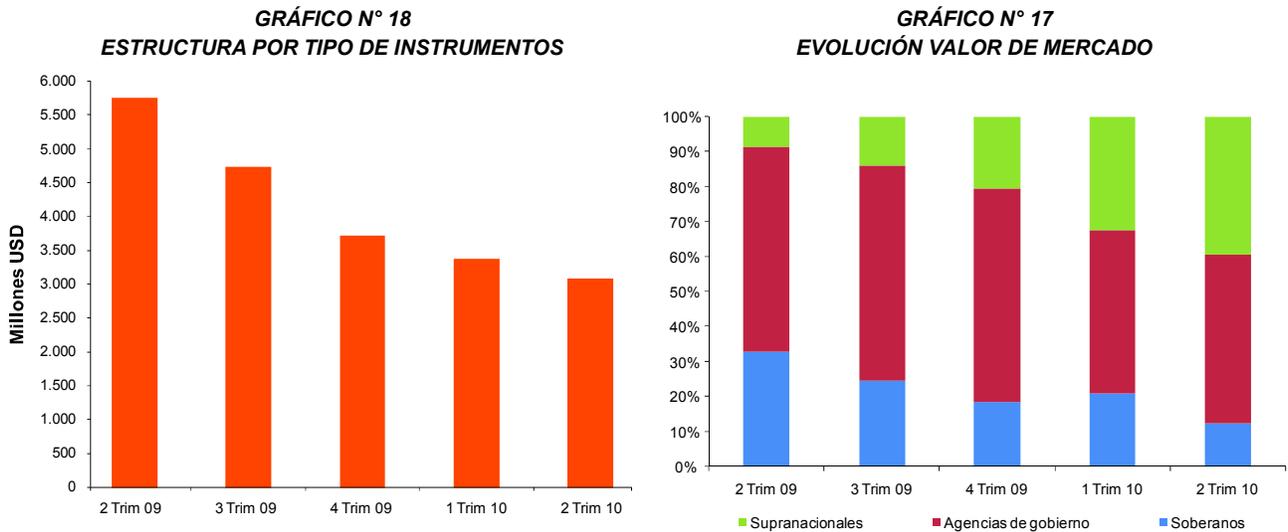
**CUADRO N° 8  
EXPORTACIÓN E IMPORTACIÓN DE REMESAS  
DE BILLETES EN USD  
ENERO - JUNIO 2010**

Período	Remesas	
	Importación	Exportación
Enero	50.000.000	-
Febrero	50.000.000	31.262.000
Marzo	50.000.000	8.000.000
<b>1er. Trim.</b>	<b>150.000.000</b>	<b>39.262.000</b>
Abril	50.000.000	10.100.000
Mayo	50.000.000	21.675.000
Junio	100.000.000	-
<b>2do. Trim.</b>	<b>200.000.000</b>	<b>31.775.000</b>
<b>TOTAL 2010</b>	<b>350.000.000</b>	<b>71.037.000</b>

**6.2 PORTAFOLIO DE LIQUIDEZ**

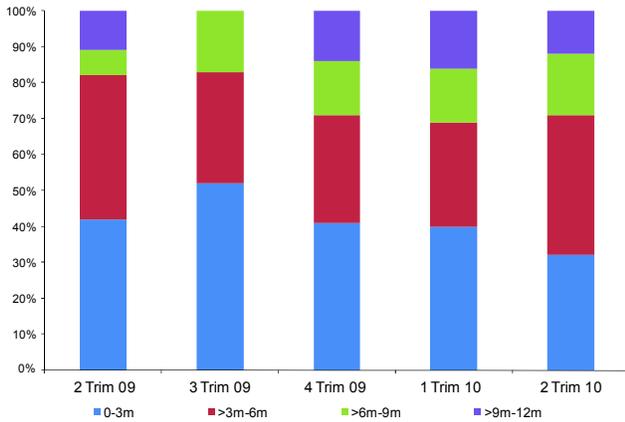
El saldo del Portafolio de Liquidez disminuyó durante el primer semestre de 2010 de un nivel inicial de USD 3.720 millones hasta un valor de USD 3.077 millones al 30 de junio de 2010. Esta disminución se originó principalmente por las transferencias al Portafolio de Depósitos (Gráfico N° 17).

La composición del Portafolio de Liquidez estuvo dominada por instrumentos emitidos por agencias de gobierno debido a sus mejores niveles de rentabilidad, aunque la participación de instrumentos emitidos por organismos supranacionales, Banco Internacional Pagos (BIS) y Corporación Andina de Fomento (CAF), se incrementó hasta alcanzar una tercera parte del portafolio a finales del semestre (Gráfico N° 18).

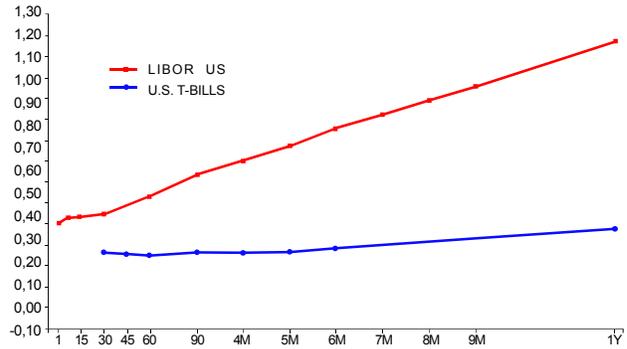


Asimismo, las colocaciones en instrumentos de *spread* (agencias y supranacionales) tendieron a privilegiar instrumentos con vencimientos entre 6 y 12 meses, ya que el diferencial en rendimiento sobre las Letras del Tesoro de EEUU ha sido mayor en relación a plazos de inversión más cortos (Gráficos N° 19 y 20).

**GRÁFICO N° 19**  
**ESTRUCTURA POR PLAZO DE INVERSIÓN**  
(En meses)



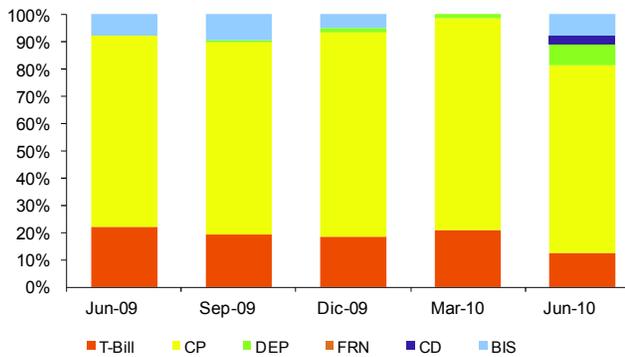
**GRÁFICO N° 20**  
**CURVA LIBOR VS. T-BILLS**



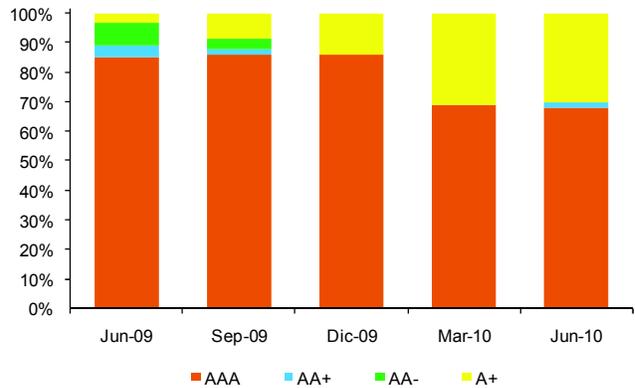
El Portafolio de Liquidez mantuvo un plazo de inversión superior al comparador referencial durante el primer semestre de 2010, con una estrategia de mercado que asumió bajos niveles de tasas de interés por parte de la Reserva Federal para el resto del año.

Las inversiones en el Portafolio de Liquidez se efectuaron principalmente en títulos a descuento, letras del tesoro y papeles comerciales. En relación a diciembre de 2009, las inversiones se incrementaron en títulos del BIS y en depósitos a plazo fijo en la CAF (Gráfico N° 21).

**GRÁFICO N° 21**  
**ESTRUCTURA POR TIPO DE INSTRUMENTO**



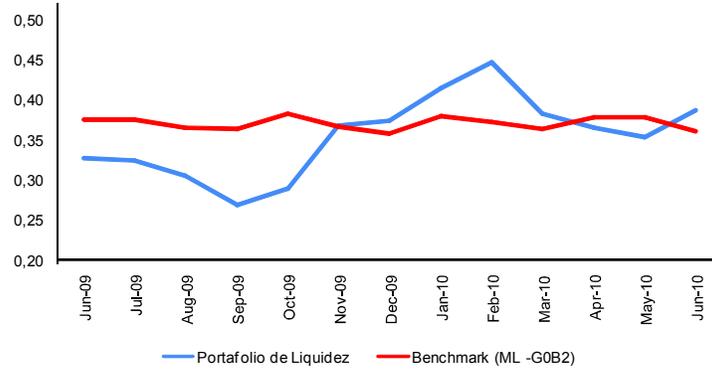
**GRÁFICO N° 22**  
**ESTRUCTURA POR CALIFICACIÓN CREDITICIA**



La calidad crediticia de las inversiones predominante es AAA y aproximadamente el 30% de inversiones en la CAF con una calificación de riesgo crediticio de A+, inversiones que ofrecen un rendimiento superior con bajo riesgo crediticio (Gráfico 22).

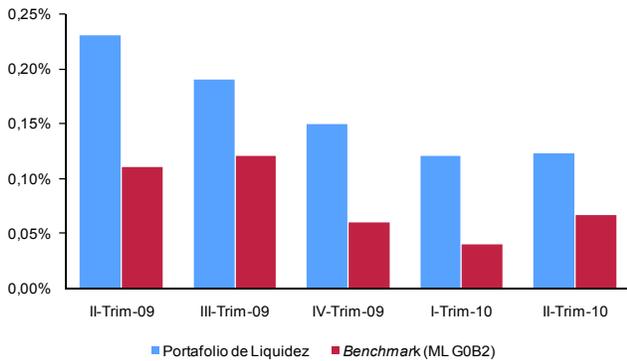
Con relación al riesgo de tasas de interés, el riesgo de pérdida es mínimo debido a que en este portafolio las inversiones tienen como plazo máximo 1 año, por lo que la duración es muy corta, alcanzando a 0.39 en junio de 2010. Respecto a su comparador referencial, la duración del portafolio se mantuvo levemente por encima durante los primeros meses del año y al finalizar el semestre como se muestra en el siguiente Gráfico N° 23.

**GRÁFICO N° 23**  
**RIESGO DE TASAS DE INTERÉS**

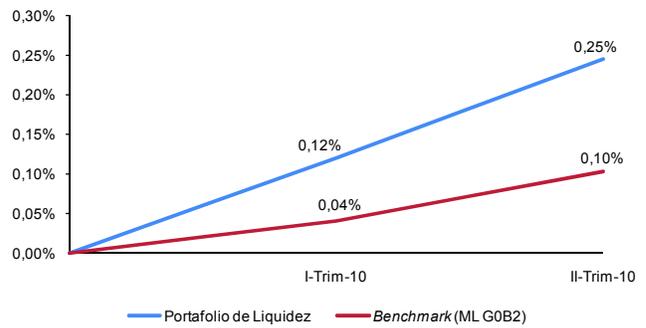


El retorno del Portafolio de Liquidez superó a su comparador consistentemente (Gráfico N° 24), Desde inicio de gestión el portafolio obtuvo un retorno de 0,25%, que comparado con el rendimiento del *benchmark* de 0,10%, representa más del doble de lo que se ganaría en el mercado. Los ingresos de este Portafolio suman USD 8.1 millones (Gráfico N° 25):

**GRÁFICO N° 24**  
**RETORNO TRIMESTRAL**



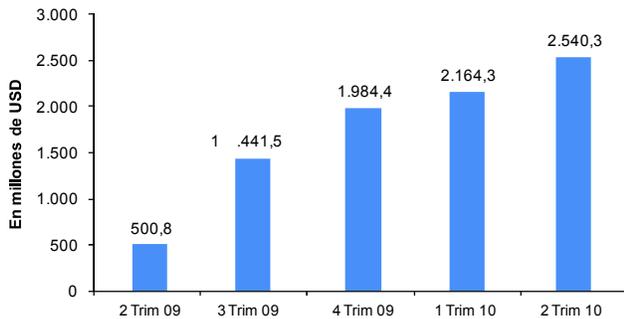
**GRÁFICO N° 25**  
**RETORNO ACUMULADO DESDE INICIO DE AÑO**



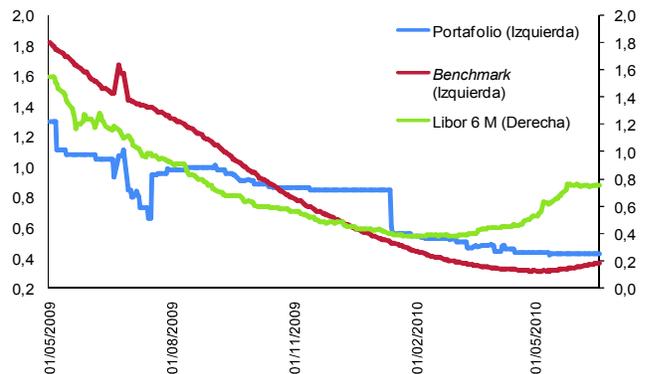
### 6.3 PORTAFOLIO DE DEPÓSITOS

El Portafolio de Depósitos se incrementó durante el primer semestre de 2010, pasando de USD 1,984 millones a USD 2.540 millones (Gráfico N° 26).

**GRÁFICO N° 26**  
**EVOLUCIÓN DEL VALOR DE MERCADO**

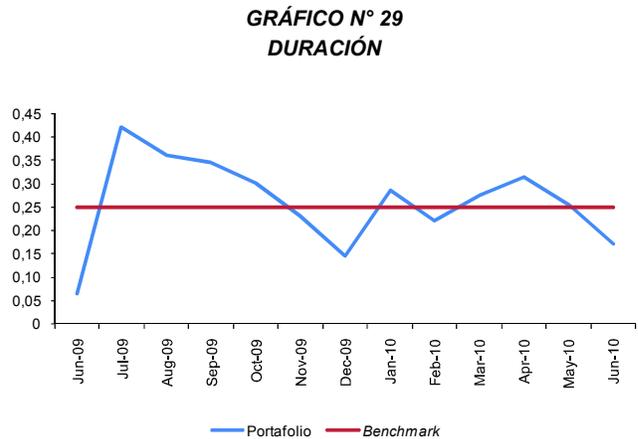
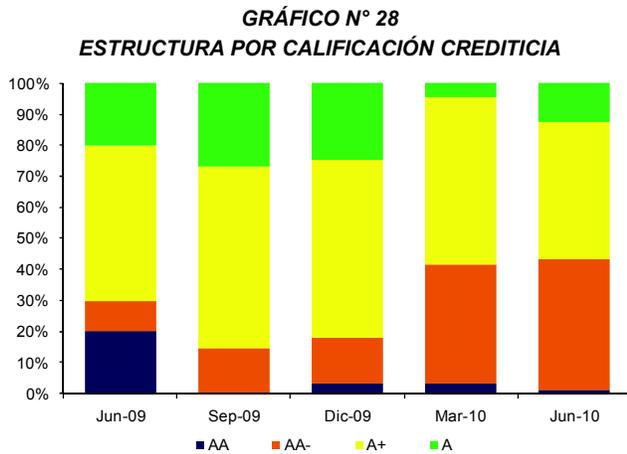


**GRÁFICO N° 27**  
**CUPÓN PROMEDIO PORTAFOLIO VS BENCHMARK LIBOR A 6 MESES**



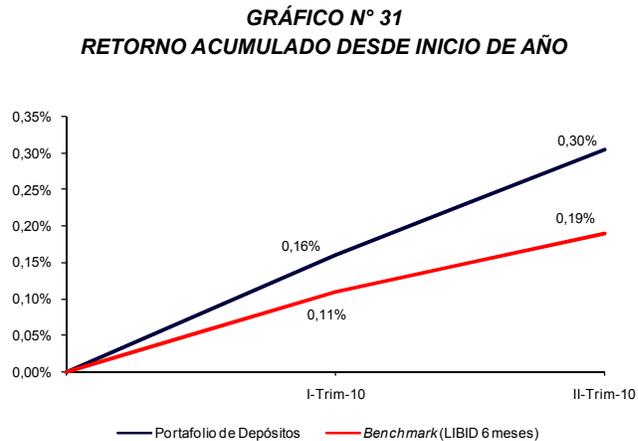
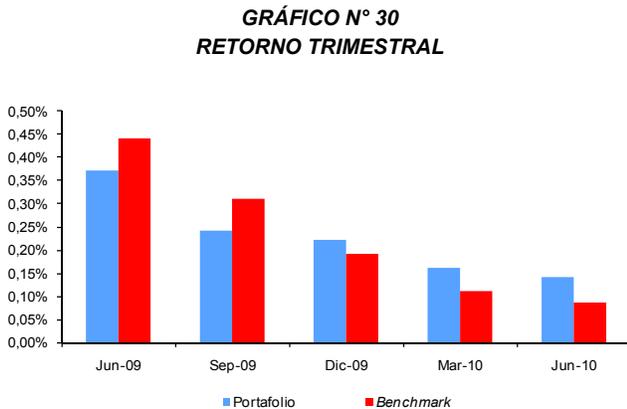
Durante el semestre todas las inversiones se efectuaron al plazo máximo establecido de 6 meses con el objetivo generar un rendimiento mayor con un nivel de riesgo limitado. En este sentido, el cupón promedio del portafolio<sup>6</sup> tendió a disminuir durante el semestre, especialmente en el mes de enero como consecuencia del vencimiento de los depósitos en dicho mes y las altas tasas pactadas en períodos previos. Por su parte, el comparador referencial se estabilizó debido al incremento de la tasa LIBOR a 6 meses, como consecuencia del incremento del riesgo crediticio en un contexto de crisis fiscal en los países periféricos de la Zona Euro (Gráfico N° 27).

Las inversiones del Portafolio de Depósitos tienen una alta calidad crediticia, el 42% de las entidades financieras con las que se efectuaron inversiones tiene calificación AA- y el 44% tiene calificación crediticia de A+ (Gráfico N°28).



Con relación al riesgo de tasas de interés, el riesgo de pérdida es mínimo debido a que en este portafolio las inversiones se efectuaron a un plazo de hasta 6 meses, por lo que la duración es muy corta y fue disminuyendo en comparación con el *benchmark* alcanzando a 0.17 a fines de junio de 2010 (Gráfico N° 29).

El retorno del Portafolio de Depósitos superó a su comparador consistentemente (Gráfico N° 30). Desde el inicio de la gestión, el portafolio obtuvo un retorno de 0.30%, 11 p.b. por encima del *benchmark*, generando ingresos por USD 6.8 millones (Gráfico N° 31).

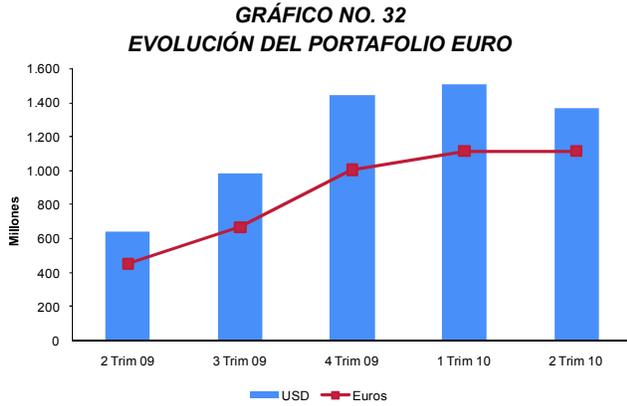


<sup>4</sup> El cupón promedio del portafolio es el promedio ponderado de las tasas a las cuales se efectuaron las inversiones.

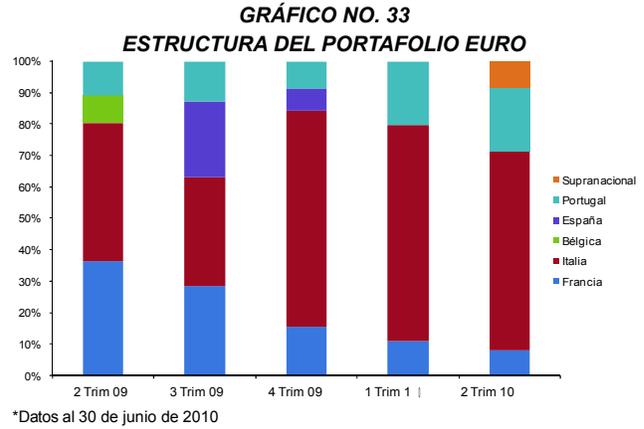
### 6.4 PORTAFOLIO EURO

El 26 de enero de 2010 se incrementó el valor nominal del portafolio por EUR 105 millones, alcanzando un valor total de EUR 1.108 millones, que se mantuvo inalterable el resto del semestre.

La volatilidad en la valoración del euro hizo que este Portafolio disminuyera su valor expresado en dólares estadounidenses llegando a USD 1.364 millones al 30 de junio de 2010 alcanzando una participación de 16% sobre las reservas totales (Gráfico N° 32).



\*Datos al 30 de junio de 2010



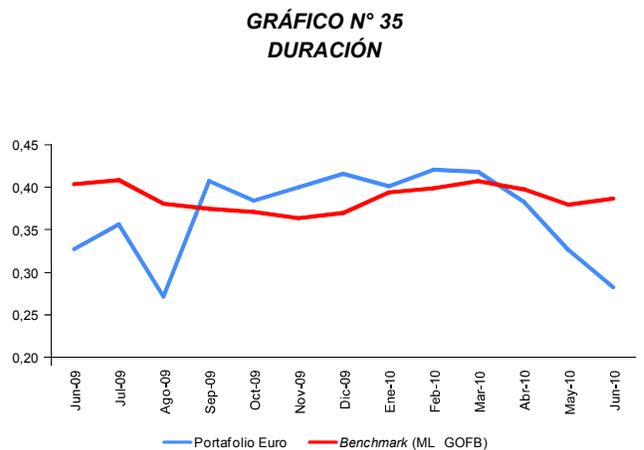
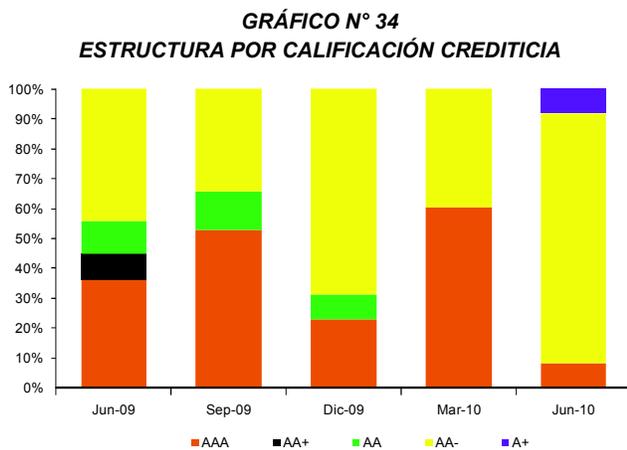
\*Datos al 30 de junio de 2010

La estrategia de inversión en el Portafolio Euro durante el primer semestre de la gestión 2010, fue la de mantener exposiciones en aquellas emisiones de países con mayores niveles de rendimiento en relación a su comparador referencial.

Las inversiones en este periodo estuvieron dominadas por instrumentos italianos debido a sus mejores niveles de rentabilidad, asimismo se diversificó el portafolio efectuándose inversiones en instrumentos emitidos por la CAF. Al finalizar el primer semestre de 2010, la estructura del Portafolio tenía una exposición de 64% en títulos de Italia, 20% en Portugal, 8% en la CAF y 8% en Francia (Gráfico N° 33).

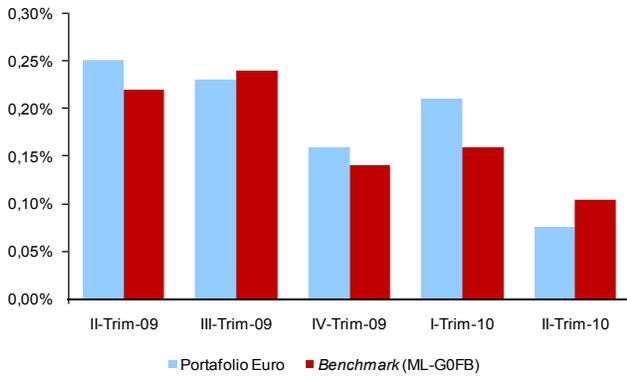
Las inversiones del portafolio Euro tienen una alta calidad crediticia, el 8% tiene calificación AAA, el 84% tiene calificación AA- y únicamente un 8% tiene calificación crediticia A+ (Gráfico N° 34).

Con relación al riesgo de tasas de interés, el riesgo de pérdida es mínimo debido a que en este Portafolio la inversión realizada de mayor plazo alcanzó a 12 meses, por lo que la duración es corta. En el periodo de análisis esta duración fue menor a la del *benchmark*, lo que indica un menor riesgo alcanzando con una duración de 0.28 a fines de junio de 2010 (Gráfico N° 35).

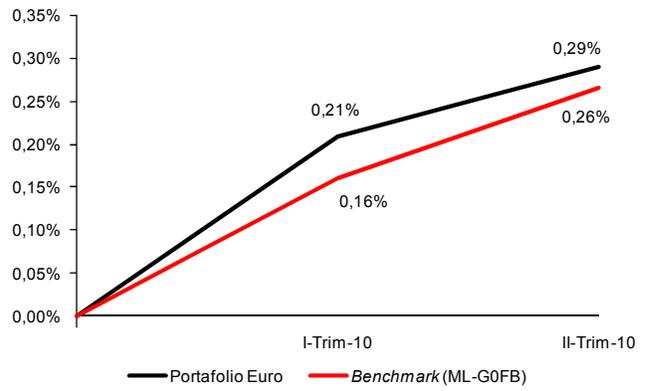


Desde inicio de gestión, el portafolio obtuvo un retorno positivo de 0.29%, 3 p.b. por encima del *benchmark*, generando ingresos por EUR 3.1 millones. (Gráfico N° 37).

**GRÁFICO N° 36**  
**RETORNO TRIMESTRAL**



**GRÁFICO N° 37**  
**RETORNO ACUMULADO DESDE INICIO DE AÑO**

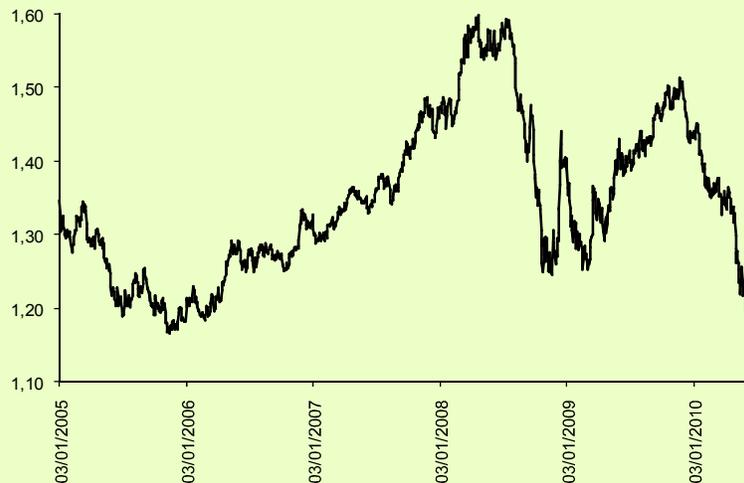


## RECUADRO 2: EVOLUCIÓN DE LA MONEDA DE LA ZONA EURO

Durante el primer semestre de la gestión 2010, la moneda de la Zona Euro presentó un debilitamiento en relación a las principales monedas a nivel mundial, como consecuencia de los problemas fiscales en los países periféricos de la región ocasionando un incremento en la aversión al riesgo por parte de los inversionistas y un incremento de las inversiones en activos más seguros (dólar norteamericano y oro).

La incertidumbre hizo que el euro se deprecie en relación al dólar norteamericano en 15% durante este periodo, pasando de USD/EUR 1.4321 registrado el 31 de diciembre de 2009 a USD/EUR 1.2238 registrado el 30 de junio de 2010. Asimismo, la cotización del euro alcanzó su nivel mínimo en cuatro años en relación al dólar norteamericano, llegando a USD/EUR 1.1923.

**GRÁFICO N° 38**  
**EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO USD/EUR**  
**ENERO 2005 - JUNIO 2010**

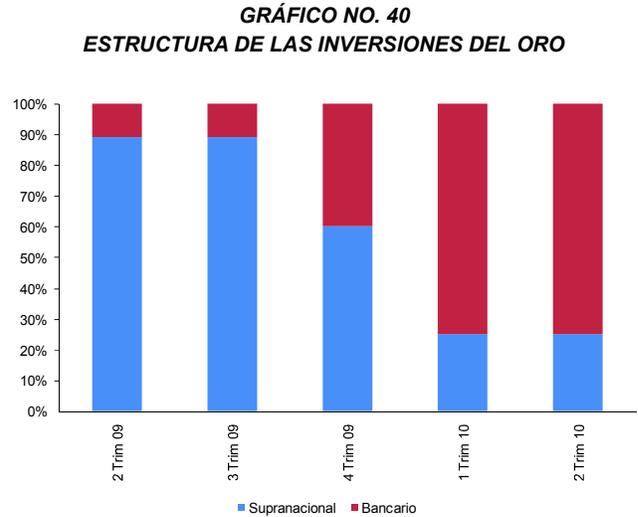
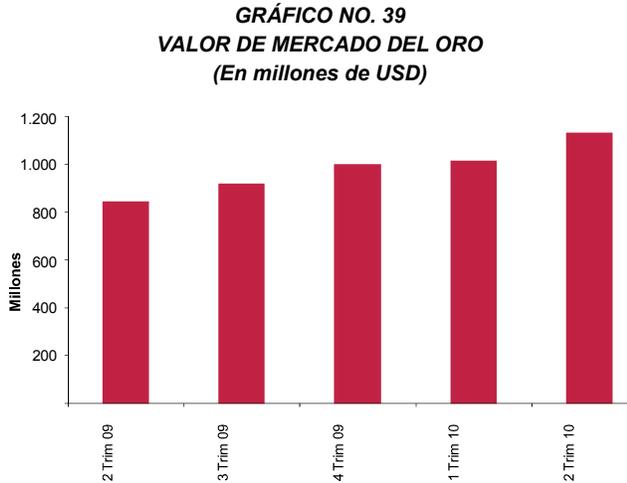


Fuente: *Bloomberg*

Según las proyecciones de *Bloomberg* el euro se cotizaría en 1.25 USD/EUR para el tercer trimestre del año y en 1.22 USD/EUR a fin de año, reflejando las débiles expectativas del mercado respecto a la recuperación de la Zona Euro en el corto plazo.

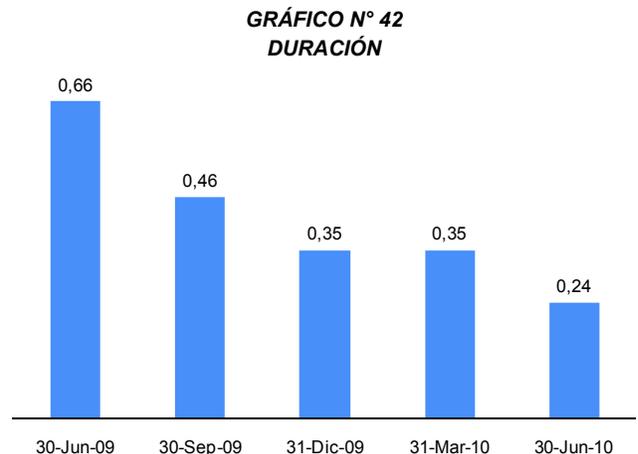
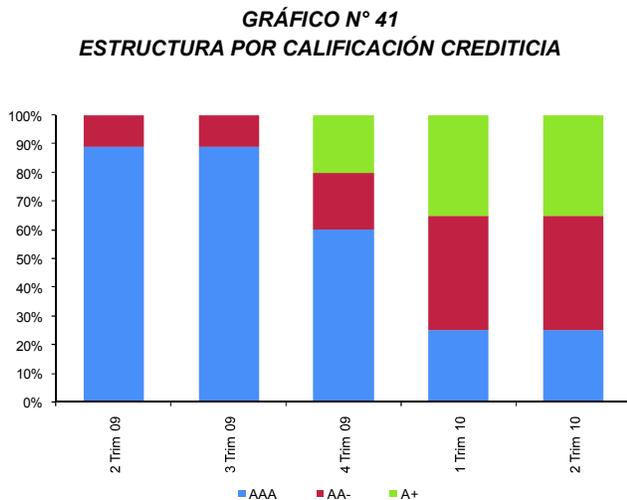
### 6.5 ORO

En el periodo enero-junio de 2010, las reservas de oro no tuvieron ninguna variación en su *stock* de 28.3 toneladas, sin embargo presentaron un importante incremento en su valoración debido al alza en el precio de mercado del oro, pasando de USD 997 millones registrados al 31 de diciembre de 2009 a USD 1,132 millones registrados al 30 de junio de 2010, lo que representa un incremento de 13% (Gráfico N° 39).



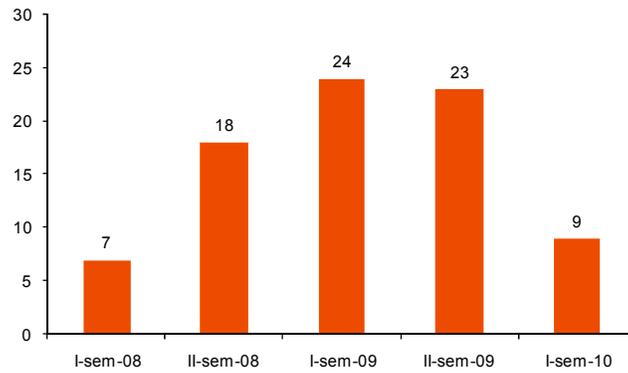
Las bajas tasas de interés para depósitos en oro, las limitadas contrapartes bancarias que ofrecen tasas de rendimiento positivas para depósitos a plazo y las tasas negativas por parte del Banco Mundial, condujeron a que el BCB incremente los límites de inversión por contraparte sobre el total del portafolio. En este sentido, durante el semestre las 21.3 toneladas que vencieron fueron invertidas en el sector bancario (Gráfico N° 40).

Al 30 de junio de 2010, la estructura del portafolio de oro se encuentra con un 35% en el Standard Chartered Bank (A+), un 25% en el Banco Mundial (AAA), un 24% en el Bank of Nova Scotia (AA-) y un 16% en el Barclays Bank (AA-). Los 3 bancos en los cuales se tienen inversiones de oro son instituciones con altas calificaciones de riesgo crediticio y los mayores operadores de oro en el mercado mundial (Gráfico N° 41).



La duración de las inversiones tuvieron una tendencia descendente debido a que las inversiones en el Banco Mundial a un año plazo fueron venciendo y las inversiones en entidades bancarias se concertaron únicamente hasta 6 meses (Gráfico N°42).

**GRÁFICO N° 43**  
**RENDIMIENTO DEL PORTAFOLIO EN ORO**  
**(En P.B.)**



Como resultado de las inversiones efectuadas, el portafolio de oro obtuvo un rendimiento de 0.09% en lo que va del año. El rendimiento en el primer semestre de 2010 es aproximadamente la mitad del obtenido en la gestión anterior (Gráfico N° 43).

### RECUADRO 3: ADMINISTRADOR DELEGADO DEL FONDO RAL-ME

Los depósitos del público en el sistema financiero nacional tienen establecido un Encaje Legal que en su composición y valor están determinados por el Directorio del Banco Central de Bolivia.

Desde el año 1998 el Encaje Legal de los depósitos en USD, han sido separados de las reservas internacionales del BCB y son invertidos en el exterior por bancos internacionales de reconocido prestigio elegidos a través de una licitación internacional, para que administren el mencionado Encaje Legal que se denominó Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos en Moneda Extranjera (RAL- ME).

Al 30 de junio de 2010, el Fondo RAL- ME alcanzó a USD 676 millones con la siguiente evolución, como se observa en el siguiente gráfico:



La administración delegada estuvo a cargo de UBS (1998-2000), Dresdner Bank y Commerzbank (2000-2004), Citibank (2005) y Legg Mason (2006-2010).

Debido al crecimiento del Fondo RAL- ME y al cumplimiento del contrato con Legg Mason el 30 de junio de 2010, durante el primer semestre del presente año se efectuó una licitación internacional para la contratación de dos administradores delegados del Fondo RAL ME, proceso al cual se presentaron 17 entidades financieras de alto prestigio y reconocimiento internacionales, del cual resultaron ganadores Amundi y Allianz, las cuales administran el Fondo de RAL ME en partes iguales desde el 1° de julio de 2010.

Amundi es una compañía francesa que surgió de la fusión de Credit Agricole y Societe Generale, cuenta con bastantes años de experiencia y actualmente tiene USD 860 millones de activos bajo administración.

Allianz Global Investors es una compañía alemana fundada en 1890 con 120 años de experiencia en la industria de servicios financieros con una amplia gama de clientes entre los que se encuentran bancos centrales e instituciones gubernamentales. En total administra USD 1.690 millones lo que la convierte en una de las administradoras de activos más grandes del mundo.

Debido a que este Fondo RAL M/E está constituido por los depósitos del público en el sistema financiero nacional, los lineamientos de inversión son muy prudentes buscando ante todo seguridad y liquidez.

Las inversiones son exclusivamente en dólares estadounidenses, en países con las más altas calificaciones crediticias, en instrumentos del mercado de renta fija con un plazo máximo de inversión de dos años y un comparador referencial de las Letras del Tesoro americano de 3 y 6 meses. Asimismo, se consideran criterios de inversión privilegiando la seguridad por lo que se tienen prudentes límites de riesgo.



## 7. Cumplimiento de normas y límites de inversión

El Departamento de Control de Inversiones (DCI) certifica que durante el primer semestre de 2010, en todas y cada una de las inversiones de las reservas internacionales y del Fondo RAL - ME, se cumplieron las normas, límites y lineamientos de inversión establecidos por el Directorio del BCB y por el Comité de Reservas Internacionales (CRI).

En fecha 30 de marzo de 2010, mediante R.D. N° 45/2010 se modificó el Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales incrementando el límite de inversión en el sector bancario global 40% a 45% de las reservas monetarias internacionales.

En fecha 25 de marzo de 2010 mediante acta N°06/10 el CRI decidió no efectuar nuevas inversiones en Portugal.



# 8. Gestión de riesgos financieros en la administración de las reservas internacionales

## 8.1 LÍMITE DE RIESGO GLOBAL

Con la finalidad de preservar el valor de las reservas internacionales, se definió un límite de riesgo global estableciendo que la probabilidad de registrar pérdidas ex - ante en un año debe ser menor a 8% .<sup>7</sup> Este límite permite efectuar un control del riesgo de tener alguna pérdida antes de realizar las inversiones, es decir, el momento de desarrollar la estrategia de inversión. Con este nivel, los retornos esperados pueden ser bajos a cambio de un alto grado de liquidez y un bajo riesgo de pérdida.

Los retornos esperados consideran las variaciones del precio de mercado de las inversiones, las variaciones de tasas de interés y las variaciones cambiarias, por tanto, una mayor volatilidad en cualquiera de estas variables incrementará el riesgo de tener pérdidas financieras.

El riesgo de obtener pérdidas en el primer semestre de 2010 registró un nivel global de 5.13%, menor al límite de 8% establecido por el Directorio del BCB.

## 8.2 ERROR DE RÉPLICA

El error de réplica es un indicador de riesgo de mercado que mide la desviación típica de los retornos de un portafolio con respecto al *benchmark*, es decir, es una medida de riesgo relativo. Este riesgo depende fundamentalmente de la volatilidad de los retornos de los diferentes tipos de activos financieros y su correlación.

Estadísticamente significa que si un portafolio tiene un error de réplica de 100 pb, el retorno del portafolio en un año con una probabilidad del 68%, se encontrará en un intervalo de +/- 1% sobre el retorno del *benchmark*.

Para controlar y administrar este riesgo, el Reglamento establece un límite de "error de réplica ex - ante" para cada portafolio en el Capital de Inversión equivalente a 100 pb, medido contra los comparadores referenciales.

Durante el primer semestre de 2010, todos los portafolios del Capital de Inversión tuvieron un error de réplica menor a 100 pb. El Portafolio de Liquidez registró un error de réplica de 5 pb, el Portafolio de Depósitos de 2 pb y el Portafolio Euro de 29 pb.

<sup>7</sup> El nivel de riesgo global (8%) indica que en un nivel de confianza de 92%, el resultado de la estrategia de inversión será positivo.

### 8.3 RIESGO DE TASAS DE INTERÉS

El riesgo de tasas de interés de las inversiones está acotado por plazos máximos de inversión de 1 año para los portafolios de Liquidez y Depósitos y de 18 meses para el portafolio Euro, lo cual indica que el riesgo de registrar pérdidas en estos portafolios en un escenario de alza en las tasas de interés, es mínimo.

### 8.4 RIESGO CREDITICIO

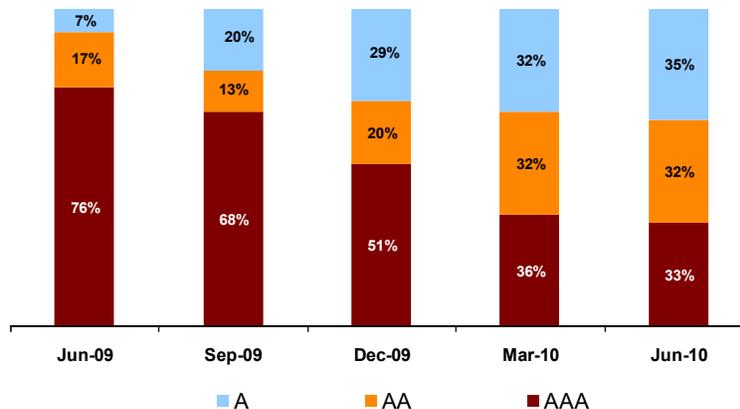
El riesgo crediticio de las inversiones se entiende como la posibilidad que el emisor de un activo financiero de renta fija no cumpla con la obligación o pago de la deuda en las condiciones inicialmente acordadas.

Para el control y la administración del riesgo crediticio, el Reglamento establece altas calificaciones de riesgo crediticio para las contrapartes y países donde se efectúan las inversiones. Asimismo, se establecen límites de inversión por sectores y por contraparte.

#### 8.4.1 Composición por calificación de riesgo crediticio

Con relación al 31 de diciembre de 2009, el riesgo crediticio de las reservas internacionales, incluyendo las inversiones de oro, se ha incrementado levemente debido a la reducción de las inversiones con calificación crediticia AAA de 51% a 33% y el consiguiente incremento en las inversiones con calificación crediticia A de 29% a 35%.

**GRÁFICO N° 45**  
**RESERVAS INTERNACIONALES**  
**COMPOSICIÓN POR CALIFICACIÓN CREDITICIA**



Todas las inversiones efectuadas en la gestión 2010 tienen una alta calidad crediticia, la calificación de riesgo crediticio de largo plazo es igual o mayor a A para las contrapartes de inversión de las reservas monetarias e igual o mayor a A+ para las contrapartes de inversión de las reservas de oro. Asimismo, todas las inversiones tienen calificación de corto plazo igual o mayor a F1 según la agencia calificador de riesgo Fitch.

En el Anexo 1 se detallan los bancos, entidades supranacionales, países y agencias de gobierno en los cuales se efectuaron inversiones de las reservas internacionales durante el periodo enero-junio de 2010.

#### 8.4.2 Cambios de calificación crediticia

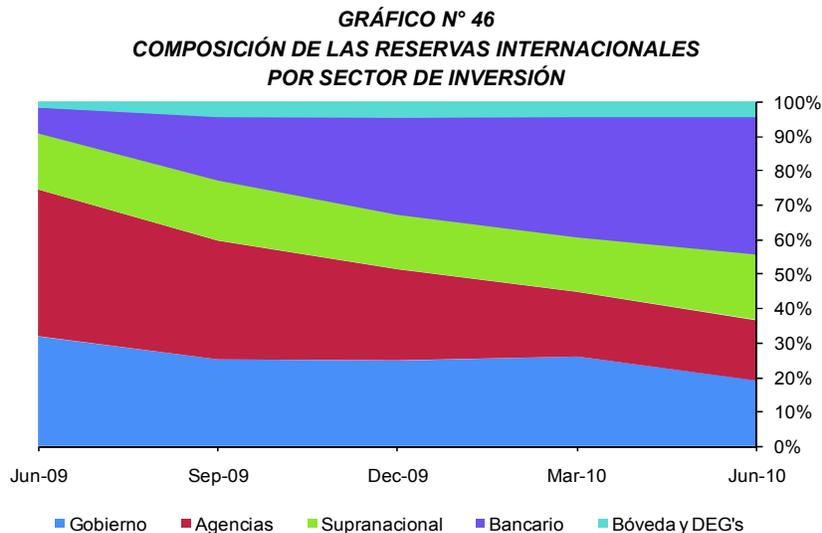
El 24 de marzo de 2010, la agencia calificadora de riesgos Fitch Inc. disminuyó la calificación de riesgo soberano a Portugal, un país en el cual se efectuaron inversiones en euros, de AA a AA-, debido al deterioro de sus cuentas fiscales, otorgándole una perspectiva negativa. Por esta razón el Comité de Reservas Internacionales determinó que no se efectúen nuevas inversiones en este país.

El 28 de mayo de 2010, Fich disminuyó la calificación de riesgo soberano de largo plazo de España de AAA a AA+. La disminución se debe al ajuste en su nivel de endeudamiento tanto del sector privado como del financiamiento externo que reduciría la tasa de crecimiento de la economía española a mediano plazo.

Como consecuencia de lo anterior en la misma fecha, el Instituto de Crédito Oficial (ICO), agencia del gobierno español disminuyó su calificación crediticia de AAA a AA+, debido a la garantía explícita e irrevocable que le provee el Reino de España. Al 30 de junio se mantiene inversiones en esta entidad por USD 50 millones.

#### 8.4.3 Composición por sector

En relación al 31 de diciembre de 2009, en el total de las reservas internacionales incluyendo oro, se observa un incremento en la exposición al sector bancario de 28% a 40% y en entidades supranacionales de 16% a 19%, así también una disminución en títulos de gobierno de 25% a 19% y en agencias de gobierno de 26% a 17%, como se presenta en el siguiente gráfico:



Por otra parte, dentro de cada sector, también se mantuvieron niveles adecuados de diversificación, la exposición por banco no superó el 5% de las reservas monetarias internacionales y las inversiones por agencia y entidad supranacional no superaron el 15% de las reservas monetarias internacionales.

## 9. Perspectivas

En el segundo semestre de 2010 las bajas tasas de interés en Estados Unidos y Europa se mantendrán hasta que se consolide la recuperación de la economía americana y se resuelva la crisis fiscal en los países europeos, estimándose incrementos de tasas a partir del segundo trimestre de 2011.

Este escenario de bajísimas tasas continuará afectando los ingresos para el BCB por concepto de inversión de las reservas internacionales, alcanzándose niveles similares a los obtenidos en el primer semestre del año.

Considerando que todavía persistan tensiones financieras, el BCB continuará privilegiando los criterios de seguridad, preservación de capital y diversificación en la inversión de sus reservas internacionales.

**RECUADRO 4: OTRAS ACTIVIDADES EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2010**

Adicionalmente a las actividades regulares inherentes al proceso de inversión de las reservas internacionales, en el primer semestre de 2010 se efectuaron las siguientes actividades:

- El 25 de junio de 2010 se llevó a cabo un Taller en el cual el Banco Central de Bolivia explicó a las organizaciones sociales adheridas al control social, los principales conceptos de las reservas internacionales, la forma en que el BCB administra e invierte estos recursos en los mercados financieros internacionales y la gestión de los riesgos de estas inversiones.

La rendición de cuentas sobre la administración e inversión de las reservas internacionales se realizará en agosto de 2010 y enero de 2011 a las diferentes organizaciones sociales, dando así espacio a la participación de la sociedad y la transparencia de las actividades que desarrolla el Banco Central de Bolivia. Es importante mencionar que el BCB se adscribió voluntariamente al proceso de control social.

- Debido al importante nivel de reservas internacionales y el incremento de los riesgos en los mercados internacionales los últimos años, el Banco Central de Bolivia decidió incrementar su capacidad analítica en la gestión de portafolios y riesgos, habiendo iniciado el proceso de implementación del nuevo sistema Wilshire con sus módulos Axiom y Abacus, lo que permitirá un salto cualitativo importante.

**ANEXO 1:**  
**CONTRAPARTES E INTERMEDIARIOS**  
**CON LOS QUE SE EFECTUARON INVERSIONES**  
**(Primer semestre de 2010)**

CONTRAPARTES BANCARIAS							
ENTIDAD	PAIS	CALIFICACION DE EMISOR		CALIFICACION INDIVIDUAL	CALIFICACION DE SOPORTE	CALIFICACION BASE DE SOPORTE	MONTO INVERTIDO EN EL SEMESTRE (En millones de USD)
		LARGO PLAZO	CORTO PLAZO				
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA	ESPAÑA	AA-	F1+	A/B	1	A+	1290
BANCO ESPAÑOL DE CREDITO S.A.	ESPAÑA	AA	F1+	B	1	A+	35
BANK OF NOVA SCOTIA	CANADA	AA-	F1+	B	1	A-	494
BANK OF TOKYO MITSUBISHI UFJ	JAPON	A	F1	C	1	A	252
BANQUE FEDERATIVE DU CREDIT MUTUEL (BFCM)	FRANCIA	AA-	F1+	C	1	A+	754
BARCLAYS BANK PLC	INGLATERRA	AA-	F1+	B	1	A+	4.480
BNP PARIBAS	FRANCIA	AA	F1+	B	1	A+	299
CLYDESDALE BANK PLC	INGLATERRA	AA-	F1+	C	1	A	673
CREDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL	FRANCIA	AA-	F1+	B/C	1	A+	638
DEUTSCHE POSTBANK AG	ALEMANIA	A+	F1+	C/D	1	A+	538
DZ BANK AG	ALEMANIA	A+	F1+	B/C	1	A+	62
ING BANK N.V.	HOLANDA	A+	F1+	C	1	A+	180
NORDDEUTSCHE LANDESBANK GIROZENTRALE	ALEMANIA	A	F1	C/D	1	A	319
SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN	SUECIA	A+	F1	B/C	1	A-	360
SOCIETE GENERALE	FRANCIA	A+	F1+	B/C	1	A+	125
STANDARD CHARTERED BANK	INGLATERRA	A+	F1	B	1	A-	7.032
UNICREDIT BANK AG	ALEMANIA	A+	F1+	C	1	A+	532

ENTIDADES SUPRANACIONALES	CALIFICACION DE EMISOR		MONTO INVERTIDO POR TRIMESTRE (En millones de USD)
	Largo Plazo	Corto Plazo	
BANCO INTERNACIONAL DE PAGOS (BIS)	---	---	450
CORPORACION ANDINA DE FOMENTO (CAF)	A+	F1	1.515

TITULOS SOBERANOS	CALIFICACION CREDITICIA	MONTO INVERTIDO POR TRIMESTRE (En millones de USD)
ITALIA	AA-	918
PORTUGAL	AA-	623
FRANCIA	AAA	53
ESTADOS UNIDOS	AAA	734

AGENCIAS	PAIS	CALIFICACION CREDITICIA	MONTO INVERTIDO POR TRIMESTRE (En millones de USD)
CAISSE DES DEPOTS ET CONGNATION ( CDC )	FRANCIA	AAA	930
INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL ( ICO)	ESPAÑA	AA+	119
KOMMUNINVEST I SVERIGE AB (KAB)	NORUEGA	AAA	229
LANDESKREDITBANK BADEN-WUERTTEMBERG-FOERDERBANK (LBW)	ALEMANIA	AAA	821

INTERMEDIARIOS	
BANK OF AMERICA SECURITIES LLC - NUEVA YORK	CREDIT SUISSE SECURITIES LTDA - LONDRES
BARCLAYS CAPITAL INC - NUEVA YORK	GOLDMAN SACHS & CO - NUEVA YORK
BARCLAYS CAPITAL - LONDRES	GOLDMAN SACHS INT LIMITED - LONDRES
BNP PARIBAS SECURITIES CORP. - NY	HSBC SECURITIES (USA) INC - NUEVA YORK
BRED BANQUE POPULAIRE - PARIS	NOMURA SECURITIES INTERNATIONAL, INC. - NUEVA YORK
COMMERZBANK - PARIS	UBS SECURITIES LLC - NUEVA YORK

# Glosario de términos

## **Agencias de gobierno**

Instituciones de gobierno, generalmente de países desarrollados, que a través de la emisión de títulos de deuda llamados "agencias", apoyan determinados sectores como los de vivienda, estudio, actividades agrícolas, etc. Debido al respaldo de su gobierno las emisiones de agencias tienen una alta calificación crediticia.

## **Capital de Trabajo**

Cantidad de reservas internacionales necesaria para atender los requerimientos inmediatos de divisas en efectivo y de pagos al exterior para los sectores público y privado. Está compuesto por billetes en bóveda (dólares estadounidenses), depósitos overnight y saldos en cuentas corrientes en el exterior.

## **Capital de Inversión**

Parte de las reservas internacionales que permite maximizar el retorno y diversificar la inversión de las reservas en el mediano y largo plazo, cumpliendo los criterios de seguridad, preservación de capital, liquidez y diversificación. Actualmente está conformado por los Portafolios de Liquidez, Depósitos y Euro.

## **Certificado de Depósito**

Instrumento de deuda emitido por bancos comerciales a un período específico, paga una tasa de interés fija y puede ser vendido antes de su vencimiento.

## **Comparador referencial (Portafolio benchmark)**

Es un portafolio referencial contra el cual se compara el retorno y el riesgo de la inversión de portafolios similares, son elaborados por instituciones de alta credibilidad y prestigio internacional como Merrill Lynch, JPMorgan o Citigroup y son utilizados por los Bancos Centrales y otros inversionistas para medir su gestión.

Al definir un comparador referencial se establece la relación riesgo/retorno de la Institución.

## **Credit Default Swaps (CDS)**

Instrumentos financieros mediante los cuales una entidad financiera, generalmente una compañía de seguros, garantiza el pago de una emisión de deuda de otra entidad financiera. Si la probabilidad que dicha entidad incumpla sus obligaciones de deuda se incrementa, el valor de sus CDS también se incrementa.

## **Criterios de inversión de las reservas internacionales**

Principios bajo los cuales se invierten las reservas internacionales, en orden de prioridad son:

### **a) Seguridad**

Se efectúan inversiones en países, gobiernos y sus agencias, organismos internacionales e instituciones financieras que cuenten con una alta calidad crediticia, de forma que el riesgo de que las inversiones no sean devueltas en los plazos y condiciones establecidos sea mínimo.

### **b) Preservación de Capital**

Se busca que las inversiones no pierdan su valor debido a variaciones desfavorables de los precios.

### **c) Liquidez**

Se invierte en instrumentos que pueden ser convertidos en efectivo de forma inmediata y a precios de mercado.

### **d) Rendimiento**

Una vez cumplidos los anteriores criterios, con la inversión de las reservas internacionales se obtienen ganancias por intereses o ganancia de capital.

### **Cupón**

Es el interés fijo, expresado en porcentaje, que paga un emisor por la deuda que emite.

### **Depósitos a plazo fijo**

Representan depósitos de dinero en una institución por un determinado tiempo y a una tasa de interés. A diferencia de los Certificados de Depósito, estos instrumentos no son negociados antes de su vencimiento.

### **Depósitos overnight**

Son depósitos realizados en una institución financiera con un plazo de vencimiento de un día y una tasa de interés fija.

### **Diversificación**

Mejora de la relación riesgo/retorno en el mediano y largo plazo, mediante la inversión de las reservas internacionales en diferentes instrumentos, países y monedas.

### **Duración**

Es una medida de riesgo que mide la sensibilidad del precio de un bono frente a cambios en las tasas de interés en el mercado.

### **Emisiones supranacionales**

Son títulos valor emitidos por instituciones supranacionales como la Corporación Andina de Fomento, el Fondo Latinoamericano de Inversión o el Banco Mundial, entre otros.

### **Error de réplica ex - ante o tracking error ex - ante**

Proyección del riesgo activo de una inversión o portafolio con respecto a un comparador referencial. A mayor tracking error ex-ante, mayor riesgo.

### **Ingresos**

Cantidad de dinero percibido por la inversión de las reservas internacionales.

### **Portafolio**

Conjunto de títulos valor con características similares. Los portafolios tienen un objetivo determinado.

### **Portafolio de Depósitos**

Portafolio que forma parte del Capital de Inversión. En este Portafolio se efectúan inversiones en instituciones

financieras a través de certificados de depósitos, papeles comerciales y depósitos a plazo fijo.

### **Portafolio de Liquidez**

Portafolio que forma parte del Capital de Inversión, en el cual se realizan inversiones en emisiones de gobierno, agencias de gobierno y de organismos supranacionales. Este Portafolio cuenta con una alta liquidez de mercado, permitiendo transferir fondos al Capital de Trabajo en forma inmediata.

### **Portafolio de Oro**

Las tenencias de oro del BCB conforman el Portafolio de Oro, con inversiones en depósitos a plazo fijo en entidades financieras y organismos internacionales. Desde su apertura en 1999, el volumen de este portafolio se mantuvo invariable en 28,3 toneladas.

### **Portafolio Euro**

Portafolio que forma parte del Capital de Inversión, sus inversiones están denominadas en euros. Los instrumentos que conforman este portafolio son emisiones de los gobiernos de la Zona Euro y su objetivo es diversificar la inversión de las reservas internacionales.

### **Producto Interno Bruto (PIB)**

Es el valor monetario de los bienes y servicios finales producidos en una economía en un período determinado.

### **Puntos básicos**

Se utiliza para la descripción de una tasa de interés, un punto básico es la centésima parte de uno por ciento (1 pb = 0.01%).

### **Rating crediticio**

Opinión publicada por agencias internacionales especializadas sobre la capacidad y voluntad de pago de un emisor de deuda. Mientras más alto el rating crediticio, menor la probabilidad que el emisor/emisión incumpla con sus obligaciones.

### **Remesa de efectivo**

Envío (exportación) o recepción (importación) de dólares estadounidenses en billetes.

### **Rendimiento**

Ingreso expresado en términos porcentuales, que se obtiene por la inversión de las reservas internacionales.

**Reservas Internacionales**

Activos internacionalmente aceptados como medio de pago y que cuentan con un valor conocido. Las monedas de reserva internacional mas aceptadas son el dólar estadounidense, el euro, el yen japonés y la libra esterlina.

**Reservas Internacionales Netas**

Son las reservas internacionales brutas menos las obligaciones de corto plazo.

**Reservas Monetarias Internacionales**

Son las reservas internacionales del BCB excluido el oro.

**Riesgo**

Probabilidad que una inversión no alcance los retornos esperados. Refleja la incertidumbre de los retornos de una inversión.

**Riesgo cambiario**

Riesgo de pérdida debido a movimientos desfavorables de los tipos de cambio comparado con una moneda base.

**Riesgo Crediticio**

Riesgo que un emisor incumpla el pago de sus obligaciones en los términos inicialmente establecidos.

**Riesgo de Concentración**

Posibilidad de incurrir en pérdidas financieras debido a la concentración de las inversiones en un sector, área geográfica, o contraparte específica.

**Riesgo de mercado**

Riesgo relacionado al movimiento desfavorable de los precios o tasas de interés.

**Riesgo de liquidez**

Riesgo de que no sea posible realizar la venta de un instrumento en un periodo corto y a su precio de mercado.

**Tasa LIBID (London Interbank Bid Rate)**

Es la tasa de interés a la cual los bancos se prestan en el mercado interbancario de Londres. Es la tasa LIBOR menos 0.125%.

**Tasa LIBOR (London Interbank Offered Rate)**

Es la tasa de interés publicada diariamente por el British Bankers Association a la cual los bancos ofrecen fondos a diferentes plazos y monedas en el mercado interbancario en Londres. Es uno de los comparadores más ampliamente usados en el corto plazo.

**Treasury Bill**

Instrumento de deuda de corto plazo, menor a un año, emitido a descuento por el gobierno de Estados Unidos de Norteamérica.



# Abreviaciones

BCB	Banco Central de Bolivia
DEG	Derecho Especial de Giro
EEUU	Estados Unidos de Norteamérica
EUR	Código del "euro" en los mercados financieros internacionales
Fed	Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos de Norteamérica (Banco Central de EEUU)
FMI	Fondo Monetario Internacional
FSI	<i>Financial Stability Institute</i> - Instituto de Estabilidad Financiera
LIBOR	<i>London Interbank Offered Rate</i> (Tasa interbancaria ofrecida en Londres)
M'3	Dinero en sentido amplio
OECD	Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo
OIS	<i>Overnight Index Swap</i> (Índice swap de depósitos overnight)
pb	Puntos básicos
PIB	Producto Interno Bruto
RAL ME	Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos en moneda extranjera
RIN	Reservas Internacionales Netas
USD	Dólares estadounidenses (por sus siglas en inglés <i>United States Dollar</i> )
YPFB	Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos





Ayacucho y Mercado  
Tel: (591-2) 2409090  
Fax: (591-2) 2406614  
Casilla: 3118  
[www.bcb.gov.bo](http://www.bcb.gov.bo)  
La Paz - Bolivia