

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

---

PRIMER SEMESTRE 2018

**Banco Central de Bolivia**

*El BCB 90 años contribuyendo al desarrollo económico del país*

**ADMINISTRACIÓN** *de las*  
**RESERVAS**  
**INTERNACIONALES**  
**Primer Semestre 2018**

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

Administración de las Reservas Internacionales

Primer semestre 2018

Fecha de publicación: septiembre 2018

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: [eguzman@bcb.gob.bo](mailto:eguzman@bcb.gob.bo)

# Contenido

1.	Resumen Ejecutivo.....	1
2.	Evolución de las Reservas Internacionales Netas del BCB .....	2
2.1.	Ratios de Cobertura de las Reservas Internacionales.....	2
2.2.	Variación de las Reservas Internacionales Netas .....	4
2.3.	Flujo de Ingresos y Egresos de las Reservas Internacionales .....	4
3.	Estructura de las Reservas Internacionales .....	6
3.1.	Estructura por Portafolio .....	6
3.2.	Estructura por monedas y oro.....	7
4.	Gestión y resultados de la inversión de las Reservas Internacionales.....	8
4.1.	Entorno Internacional .....	8
4.2.	Reservas Monetarias y de Oro: Estrategias de Inversión .....	13
4.2.1.	Tramo Precautorio.....	13
4.2.1.1.	Capital de Trabajo .....	13
4.2.1.2.	Portafolios de Liquidez y de 0-3 años.....	15
4.2.2.	Tramo de Inversión.....	16
4.2.3.	Portafolio Oro .....	17
4.3.	Resultados de la Inversión de las Reservas Internacionales .....	18
5.	Gestión de riesgos en la inversión de las Reservas Internacionales.....	21
5.1.	Cumplimiento de Normas y Límites .....	21
5.2.	Riesgo Crediticio .....	21
5.2.1.	VaR Crediticio.....	21
5.2.2.	Composición por Calificación de Riesgo Crediticio.....	22
5.2.3.	Cambios en la Calificación Crediticia .....	23
5.2.4.	Composición por Sector .....	23
5.2.5.	Composición por País .....	24
5.3.	Riesgo de Mercado.....	24
6.	Perspectivas para el segundo semestre de 2018 .....	26

# 1. Resumen Ejecutivo

Al 30 de junio de 2018 las Reservas Internacionales Netas (RIN) del Banco Central de Bolivia (BCB) alcanzaron USD 9.522,2 millones, una reducción de USD 738,4 millones en el año por las transferencias de fondos al exterior por parte de las entidades financieras y los retiros de USD en efectivo solicitados por el sistema financiero.

El ratio de Reservas Internacionales respecto al PIB para el primer semestre de 2018 alcanza 23%, el más alto de la región.

En la estructura de las reservas al 30 de junio de 2018, la participación del dólar estadounidense (USD) fue de 55,9%, seguido por el oro con 18,2% y el Euro (EUR) con 10,2%. Las demás monedas tuvieron participaciones menores: 7,2% en Renminbis Chinos (CNY/CNH), 3,1% en Dólares Australianos (AUD), 3,0% en Dólares Canadienses (CAD) y 2,5% en Derechos Especiales de Giro (DEG).

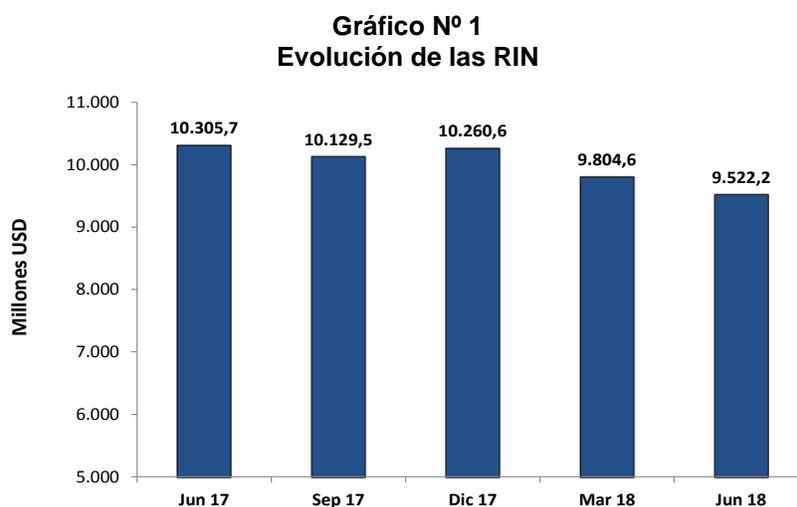
Durante el primer semestre de 2018, el crecimiento económico global continuó, aunque a tasas menores a las registradas el 2017 y la volatilidad en los mercados financieros internacionales se incrementó por las tensiones geopolíticas entre EE.UU. y Corea del Norte, las políticas proteccionistas del Presidente Trump y la incertidumbre política en la Zona Euro.

Las estrategias de inversión empleadas en los portafolios de las reservas internacionales se enfocaron en aprovechar las atractivas tasas de interés de inversiones en instrumentos de spread en los sectores de agencias gubernamentales, supranacionales e instituciones bancarias, incrementando la calidad crediticia de las inversiones e implementando estrategias tácticas de duración y de curva a fin de aprovechar las volatilidades de los mercados financieros.

Durante el primer semestre de 2018 la inversión de las reservas internacionales generó ingresos por USD 70,5 millones, equivalente a una tasa de retorno de 0,78%.

## 2. Evolución de las Reservas Internacionales Netas del BCB

Al 30 de junio de 2018, las Reservas Internacionales Netas (RIN) del BCB alcanzaron USD 9.522,2 millones, una reducción de USD 738,4 millones con relación a diciembre 2017 (Gráfico N° 1).



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

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

Los ratios de cobertura de reservas proyectados para el primer semestre de 2018 muestran un adecuado respaldo de las reservas para la economía (Cuadro N° 1).

**Cuadro N° 1**  
**Ratios de cobertura de las RIN**

Variable	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 <sup>(1)</sup>
Reservas Internacionales Netas (Millones de USD) <sup>(2)</sup>	12,019	13,927	14,430	15,123	13,056	10,081	10,261	9,522
Importaciones de Bienes y Servicios (Millones USD) <sup>(3)</sup>	9,176	9,926	11,415	12,919	11,907	10,746	11,678	11,670
<b>RIN en porcentajes de:</b>								
Producto Interno Bruto (PIB)	50	51	47	46	39	29	27	23
<b>RIN en meses de:</b>								
Importaciones de Bienes y Servicios	16	17	15	14	13	11	11	10

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

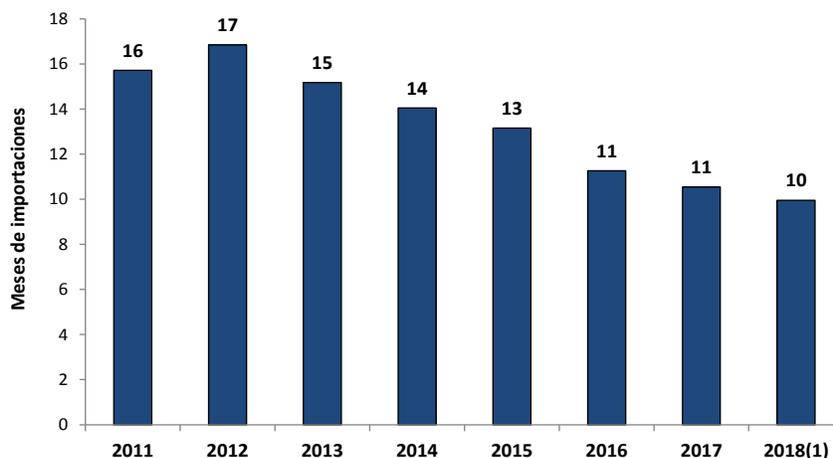
<sup>1</sup> Datos proyectados al 31 de diciembre de 2018 para PIB e Importaciones en base a información preliminar disponible.

<sup>2</sup> Dato disponible al 30 de junio de 2018 bajo el supuesto que no varía durante la gestión 2018

<sup>3</sup> Para las gestiones 2011-2013 datos elaborados con el 5to Manual de Balanza de Pagos, para las gestiones 2014-2018 se utiliza el 6to Manual de Balanza de Pagos.

De acuerdo al Fondo Monetario Internacional, 3 meses de importaciones representa un nivel adecuado de reservas internacionales para una economía. A junio de 2018, 3 meses de importaciones para Bolivia alcanzan a USD 2.934<sup>1</sup> millones, que representan 10 meses de cobertura de importaciones (Gráfico N° 2).

**Gráfico N° 2**  
**Cobertura en meses de importaciones de bienes y servicios de las RIN**

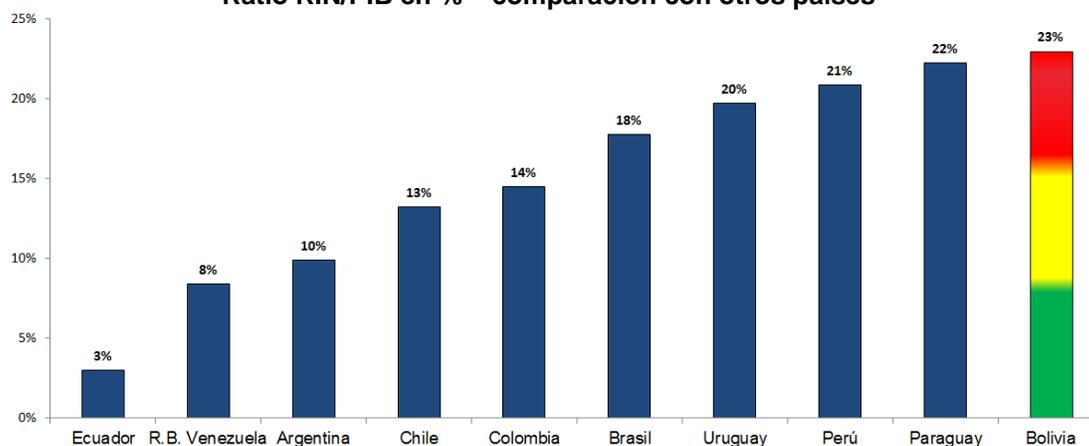


Fuente: Banco Central de Bolivia - Asesoría de Política Económica (APEC) - Instituto Nacional de Estadística.

<sup>1</sup>Dato proyectado al 31 de diciembre de 2018 para importaciones en base a información preliminar de bienes disponible al 31 de mayo de 2018 y de servicios al 31 de marzo de 2018.

El ratio de reservas respecto al PIB para Bolivia alcanza 23%, el más alto de la región<sup>2</sup> (Gráfico N° 3).

**Gráfico N° 3**  
**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 30 de junio de 2018. Para el PIB se considera la información de proyecciones del Fondo Monetario Internacional para 2018 (World Economic Outlook abril 2018), excepto para Bolivia que corresponde a una proyección interna para la misma gestión.

Nota: No incluye encaje legal.

<sup>1</sup> Datos de importaciones de bienes y servicios preliminar a junio de 2018

<sup>2</sup> Considera el nivel de las RIN al 30 de junio de 2018 y las proyecciones del crecimiento del PIB.

## 2.2. Variación de las Reservas Internacionales Netas

Durante el primer semestre de 2018, las Reservas Internacionales Netas disminuyeron en USD 738,4 millones, debido al flujo de fondos negativo por USD 76,3 millones, una variación cambiaria negativa de USD 144,6 millones y una disminución en Bóveda por USD 588,0 millones en un escenario de una balanza comercial ligeramente negativa. Por otra parte, se tuvieron ingresos positivos por los rendimientos de las inversiones que alcanzan USD 70,5 millones (Cuadro N°2).

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

	Jun-14	Jun-15	Jun-16	Jun-17	Jun-18
RIN Fin de Periodo	14.808,9	14.707,9	11.609,0	10.305,7	9.522,2
Variación RIN	378,7	-414,9	-1.446,9	224,8	-738,4
1. Flujo de Fondos	1.119,8	404,4	-1.089,1	443,0	-76,3
2. Variación Cambiaria (Oro, EUR, CAD, AUD, CNY, DEG)	143,9	-163,0	389,9	278,5	-144,6
3. Variación Bóveda	-957,6	-718,3	-830,9	-547,6	-588,0
4. Ingresos por Rendimientos BCB	72,6	62,0	83,2	50,9	70,5

Fuente: Banco Central de Bolivia – Gerencia de Operaciones Internacionales

## 2.3. Flujo de Ingresos y Egresos de las Reservas Internacionales

En el primer semestre de 2018, el flujo neto de las Reservas Internacionales fue negativo en USD 76,3 millones, por los ingresos por USD 1.770,8 millones y egresos por USD 1.847,1 millones.

Los principales rubros de ingresos fueron los pagos por exportaciones de gas de YPFB por USD 783,5 millones, desembolsos de créditos externos por USD 381,4 millones y transferencias netas del Fondo RAL M/E por USD 358,8 millones, por la disminución de la tasa de encaje legal en M/E.

En los egresos se destacan los pagos de YPFB por USD 632,5 millones, las transferencias del Sistema Financiero por USD 525,9 millones, el pago del servicio de deuda externa de mediano y largo plazo por USD 329,2 millones y el pago de importaciones del sector público (gastos fiscales) por USD 277,6 millones (Cuadro N°3).

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

	2017			2018
	1er - Sem.	2do - Sem.	Total	1er - Sem.
<b><u>Ingresos</u></b>	<b><u>2.919,4</u></b>	<b><u>2.615,4</u></b>	<b><u>5.534,8</u></b>	<b><u>1.770,8</u></b>
Exportaciones de YPFB	614,6	851,2	1.465,8	783,5
Desembolsos de créditos externos	488,9	733,0	1.221,9	381,4
Transferencias del Fondo RAL ME (Neto)	374,3	24,3	398,6	358,8
Exportaciones de Empresa Metalúrgica Vinto	131,4	118,4	249,8	62,7
Emisión Bonos Soberanos	991,0	0,0	991,0	0,0
Otros	319,2	888,5	1.207,7	184,4
<b><u>Egresos</u></b>	<b><u>2.476,4</u></b>	<b><u>2.317,0</u></b>	<b><u>4.793,4</u></b>	<b><u>1.847,1</u></b>
Pagos de YPFB	714,4	683,8	1.398,2	632,5
Transferencias del Sistema Financiero (Neto)	1.141,3	621,1	1.762,4	525,9
Servicio de Deuda Externa Pagos M y LP	265,8	311,1	576,9	329,2
Gastos Fiscales	260,6	402,9	663,5	277,6
Otros	94,3	298,1	392,4	81,9
<b><u>Entrada Neta</u></b>	<b><u>443,0</u></b>	<b><u>298,4</u></b>	<b><u>741,4</u></b>	<b><u>-76,3</u></b>

Fuente: Banco Central de Bolivia – Gerencia de Operaciones Internacionales

## 3. Estructura de las Reservas Internacionales

### 3.1. Estructura por Portafolio

En el primer semestre de 2018, la estructura de las Reservas Internacionales no presentó cambios importantes (Cuadro N° 4).

Las Reservas Monetarias constituyen el 81,8% del total de reservas, con la participación del Tramo Precautorio disminuyendo de 54,3% a 52,3% en los seis primeros meses del año, como consecuencia de la reducción de los componentes del Capital de Trabajo y del Portafolio de Liquidez, debido a las transferencias de recursos para atender las necesidades del sistema financiero y los pagos de deuda externa principalmente. El Tramo de Inversión se mantuvo en niveles similares a diciembre pasado, cerrando el primer semestre de 2018 con una participación de 29,5% de las reservas totales por un aumento de la valoración de las reservas en Renminbis Chinos.

**Cuadro N° 4**  
**Estructura de las Reservas Internacionales\***

Componente	31-dic-17		30-jun-18	
	Millones USD	Porcentaje %	Millones USD	Porcentaje %
<b>1. Tramo Precautorio (A+B+C)</b>	<b>5.560,7</b>	<b>54,3%</b>	<b>4.974,4</b>	<b>52,3%</b>
A) Capital de Trabajo (A1+A2)	499,6	4,9%	404,9	4,3%
A1) Billetes y Monedas	247,7	2,4%	226,2	2,4%
A2) Depósitos Vista	252,0	2,5%	178,7	1,9%
B) Portafolio de Liquidez	4.550,3	44,4%	4.056,2	42,7%
C) Portafolio de 0-3 años	510,7	5,0%	513,3	5,4%
<b>2. Tramo de Inversión (D+E+F)</b>	<b>2.886,7</b>	<b>28,2%</b>	<b>2.805,4</b>	<b>29,5%</b>
D) Portafolio Mediano Plazo 0-5 Años	366,9	3,6%	336,6	3,5%
E) Portafolio Global (E1+E2+E3+E4)	2.282,3	22,3%	2.234,1	23,5%
E1) Dólares Canadienses (CAD)	295,8	2,9%	283,3	3,0%
E2) Dólares Australianos (AUD)	310,7	3,0%	296,5	3,1%
E3) Renmimbi Chino (CNY/CNH)	677,3	6,6%	682,8	7,2%
E4) Euros (EUR)	998,5	9,7%	971,5	10,2%
F) Derechos Especiales de Giro (DEG's)	237,5	2,3%	234,7	2,5%
<b>3. Reservas Monetarias Internacionales (1+2)</b>	<b>8.447,4</b>	<b>82,4%</b>	<b>7.779,8</b>	<b>81,8%</b>
<b>4. Reservas de Oro</b>	<b>1.798,3</b>	<b>17,6%</b>	<b>1.727,7</b>	<b>18,2%</b>
<b>5. Total Reservas Internacionales (3+4)</b>	<b>10.245,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>9.507,4</b>	<b>100,0%</b>

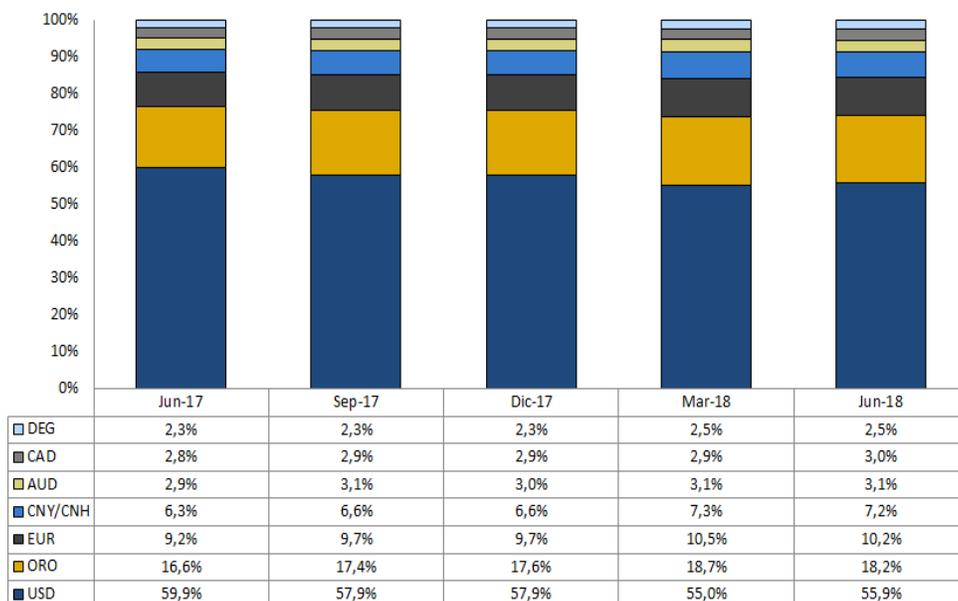
Fuente: Banco Central de Bolivia – Gerencia de Operaciones Internacionales

(\*) La diferencia de 14,8 millones con las RIN del 30 de junio de 2018, se origina principalmente en el tramo de reservas del FMI.

### 3.2. Estructura por monedas y oro

Al 30 de junio de 2018, la participación del dólar estadounidense (USD) fue de 55,9%, seguido por el oro con 18,2% y el Euro (EUR) con 10,2%. Las demás monedas tuvieron participaciones menores: 7,2% en Renminbis Chinos (CNY/CNH), 3,1% en Dólares Australianos (AUD), 3,0% en Dólares Canadienses (CAD) y 2,5% en Derechos Especiales de Giro (DEG) (Gráfico N° 4).

**Gráfico N° 4**  
**Estructura por monedas de las Reservas Internacionales**



Fuente: Banco Central de Bolivia – Gerencia de Operaciones Internacionales

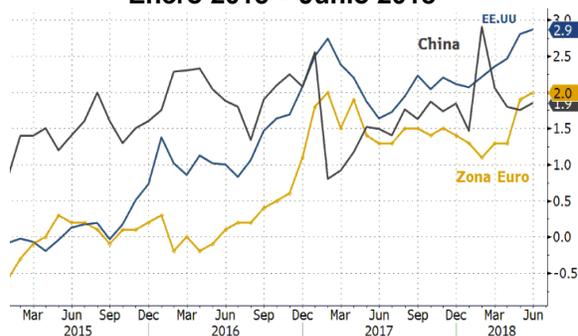
## 4. Gestión y resultados de la inversión de las Reservas Internacionales

### 4.1. Entorno Internacional

Durante el primer semestre de 2018, el crecimiento económico global continuó, aunque a tasas menores a las registradas el 2017 y la volatilidad en los mercados financieros internacionales se incrementó por las tensiones geopolíticas entre EE.UU. y Corea del Norte, las políticas proteccionistas del Presidente Trump y la incertidumbre política en la Zona Euro.

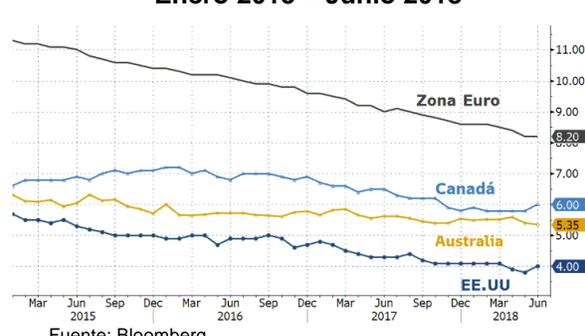
En EE.UU, el crecimiento económico del segundo trimestre de 2018 fue de 4,1% en su primera estimación trimestre a trimestre anualizado, mayor al 2,2% del trimestre anterior, por un mayor nivel del gasto del consumidor e inversiones de negocios. Por otro lado, los niveles de inflación continuaron incrementándose debido principalmente al aumento de los precios de la gasolina. La tasa de desempleo fue de 4,0% en junio, reflejando la solidez del mercado laboral de EE.UU., lo que reforzó la expectativa de continuar con el proceso de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal de EE.UU (FED) (Gráfico N° 5 y Gráfico N° 6).

**Gráfico N° 5**  
Inflación en %  
Enero 2015 – Junio 2018



Fuente: Bloomberg

**Gráfico N° 6**  
Desempleo en %: principales economías  
Enero 2015 – Junio 2018



Fuente: Bloomberg

Los mercados europeos estuvieron influenciados por:

- La elección parlamentaria de Italia, llevada a cabo el 4 de marzo, el partido populista “5 estrellas” obtuvo la mayor votación con 32,7%, generando incertidumbre en los siguientes meses debido al proceso de negociación para la conformación del gobierno. En mayo se conformó del primer gobierno populista de Italia.
- Después de las elecciones en Alemania en septiembre 2017 y las intensas negociaciones para formar gobierno, el 14 de marzo de 2018 se reeligió a Ángela Merkel como Canciller.
- En España, a fines de mayo Mariano Rajoy fue destituido como Presidente en una moción de censura del Parlamento debido a un escándalo de corrupción que involucró al Partido Popular. El 1º de junio, Pedro Sánchez asumió la presidencia con el apoyo de los partidos de ideología izquierdista y nacionalista.

En relación al crecimiento económico, en la Zona Euro el dato interanual del primer trimestre de 2018 alcanzó 2,5%, menor al 2,8% del cuarto trimestre de 2017, por una reducción de las exportaciones y del gasto de gobierno mostrando aun datos positivos de crecimiento en su economía.

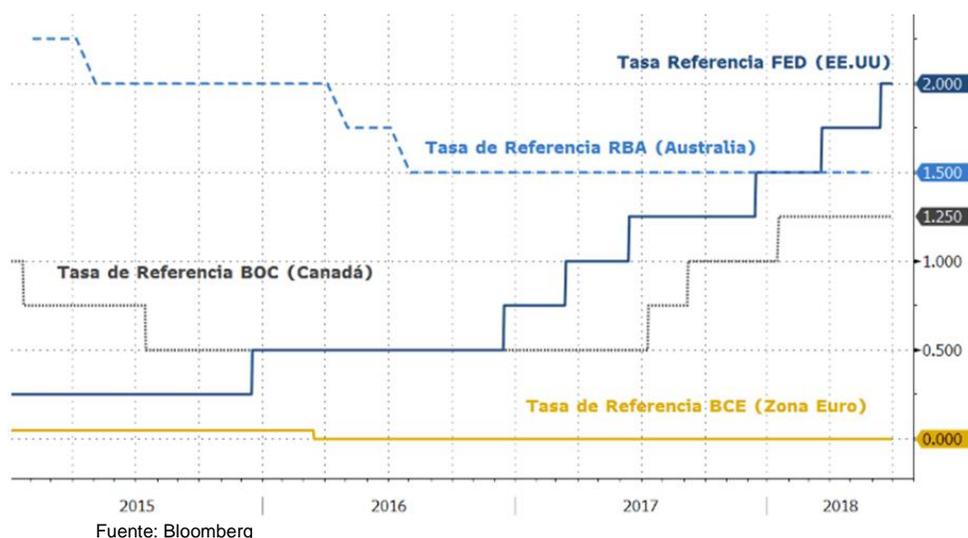
El crecimiento económico de Australia del primer trimestre de 2018 alcanzó 3,1% en variación anual, mayor al 2,4% del trimestre anterior, impulsado por un incremento en las exportaciones y el consumo de los hogares. La economía canadiense tuvo un crecimiento en abril de 2,5% en variación anual, menor al 2,9% del mes anterior por un menor aporte del sector de manufactura, además de la incertidumbre en las negociaciones del tratado comercial con EE.UU.

En China, se observó un crecimiento estable durante el segundo trimestre que fue en 6,7% año a año, impulsado por el gasto del consumidor y un aporte positivo del sector de manufactura y construcción.

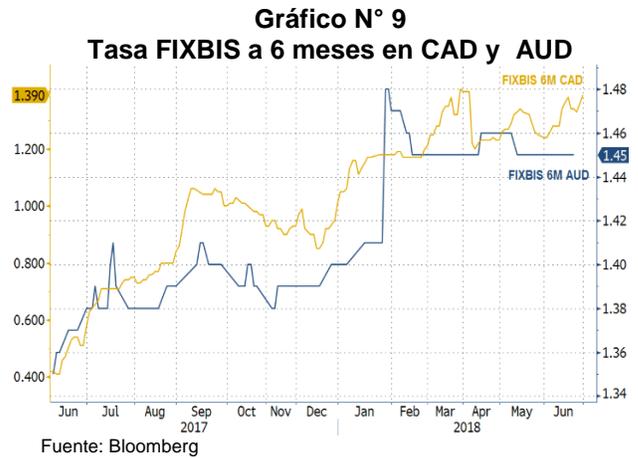
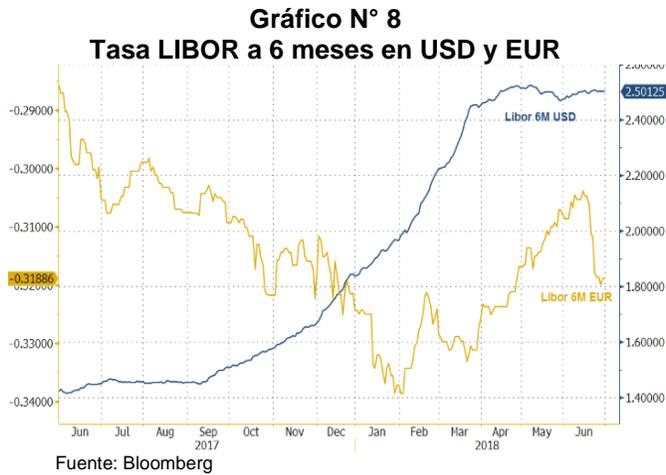
En este escenario, las tasas de interés de referencia de política monetaria de las diferentes economías tuvieron el siguiente comportamiento (Gráfico N° 7):

- El FED de EE.UU. subió su tasa de referencia en dos ocasiones, en marzo y junio, con lo que al 30 de junio el rango de su tasa se encuentra en 1,75% - 2%.
- El Banco Central Europeo mantuvo su tasa de referencia en 0% y anunció la finalización de su programa de compra de activos en esta gestión, para lo cual estableció continuar con un monto de compras mensuales de EUR 30 mil millones hasta septiembre y EUR 15 mil millones hasta diciembre, lo que responde a una perspectiva positiva del crecimiento de la Zona Euro y una recuperación gradual de los niveles de precios.
- El Banco Central de Canadá subió su tasa de referencia en 25 p.b en enero situándola en 1,25%.
- El Banco de Reserva de Australia (RBA) mantuvo su tasa de referencia en 1,50%.

**Gráfico N° 7**  
**Tasas referenciales de política monetaria**  
**junio 2015 – junio 2018**



Durante el primer semestre de 2018, la tasa LIBOR en USD a 6 meses mostró una tendencia alcista por la expectativa de subida de tasas del FED. En la Zona Euro, la tasa LIBOR en EUR a 6 meses se mantuvo en mínimos históricos, alcanzando -0,32% (Gráfico N° 8). Las tasas FIXBIS en dólares australianos y canadienses se incrementaron durante la gestión en línea con la política monetaria del Banco de la Reserva de Australia que mantuvo su tasa de referencia y del Banco de Canadá, cuya orientación fue menos expansiva (Gráfico N° 9).



Las tasas de las notas del tesoro de EE.UU. a 2 años y 10 años mostraron una tendencia hacia el alza por las expectativas de subida de la tasa de referencia del FED y datos positivos de la economía de EE.UU. (Gráfico N° 10).

En la Zona Euro, durante el semestre las tasas de rendimiento de las notas de Alemania y Francia a 2 años mostraron una alta volatilidad como resultado de la incertidumbre política, el incremento en la divergencia entre las políticas monetarias del BCE y el FED y el incremento de tensiones comerciales entre EE.UU. y la Zona Euro. (Gráfico N° 11).

**Gráfico N° 10**  
**Rendimientos de las notas del tesoro de EE.UU.**  
**a 2 y 10 años**  
**(En porcentaje)**



**Gráfico N° 11**  
**Rendimientos de las notas del tesoro de**  
**Alemania y Francia a 2 años**  
**(En porcentaje)**



En relación al comportamiento de las monedas que componen las Reservas Internacionales, el Euro, Dólar Canadiense, Dólar Australiano y Renminbis se vieron afectados negativamente por una mayor fortaleza del dólar estadounidense, el incremento de las políticas proteccionistas de EE.UU y la expectativa de mayores subidas de las tasas del FED en su economía (Gráfico N°12).

**Gráfico N° 12**  
**Variaciones cambiarias de las monedas**  
**Enero – Junio 2018**  
**(Índice normalizado)**



Fuente: Bloomberg

Durante el primer semestre de 2018, el precio del oro se redujo de 1.303 a 1.253 USD/OTF al 30 de junio, por una menor demanda como activo inversión debido al fortalecimiento del dólar estadounidense y el incremento de la expectativa de mayores subidas de tasas en EE.UU.

El precio del petróleo se incrementó durante el primer semestre de 2018, pasando de 60,4 a 74,1 USD por barril, por la expectativa de menor producción de crudo por parte Irán ante las sanciones de EE.UU. y la disminución de la producción de petróleo de Venezuela (Gráfico N° 13).

**Gráfico N° 13**  
**Precios del oro y petróleo**  
**(En USD/OTF y USD/barril)**

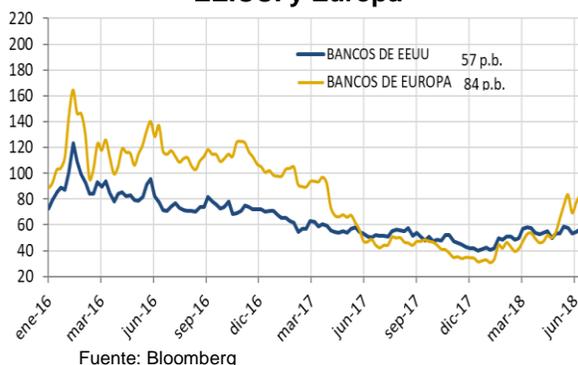


Fuente: Bloomberg

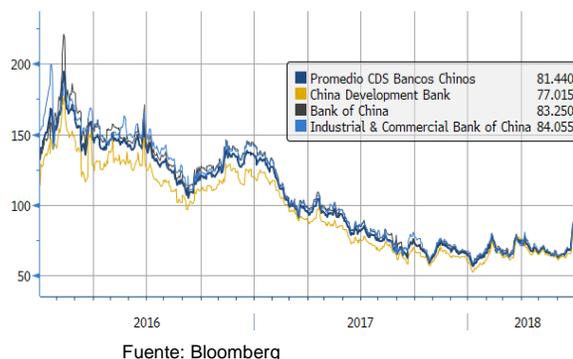
Durante el primer semestre de 2018, el riesgo crediticio del sector bancario medido por los Swaps de Riesgo de Crédito (CDS por sus siglas en inglés) de bancos de EE.UU. se incrementó, debido a las tensiones comerciales entre las principales economías del mundo, lo que afectó negativamente las perspectivas de rentabilidad y crecimiento del sector bancario.

El riesgo crediticio de bancos de Europa se incrementó en mayor medida que en los bancos de EE.UU. debido a las tensiones comerciales y la incertidumbre política en Italia, España y Alemania (Gráfico N° 14).

**Gráfico N° 14**  
**CDS promedio de bancos de EE.UU. y Europa**



**Gráfico N° 15**  
**CDS promedio de bancos chinos**



Los CDS de los principales bancos chinos se incrementaron por el impacto de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China que afectan negativamente las perspectivas de crecimiento de ambas economías (Gráfico N°15).

## 4.2. Reservas Monetarias y de Oro: Estrategias de Inversión

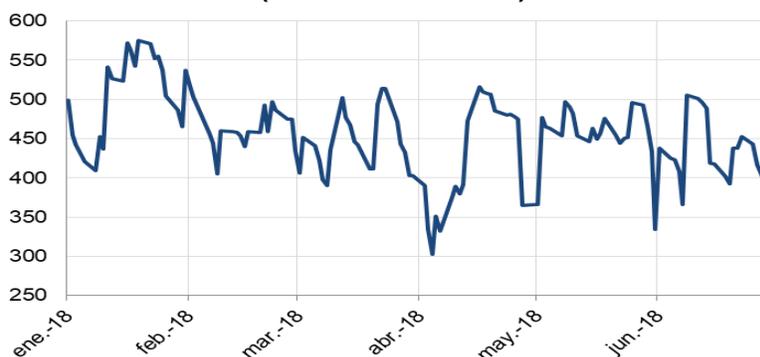
### 4.2.1. Tramo Precautorio

El Tramo Precautorio tiene el objetivo de 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

Durante el primer semestre de 2018 el saldo diario del Capital de Trabajo tuvo un promedio de USD 455 millones, con un mínimo de USD 302 millones y un máximo de USD 575 millones (Gráfico N° 16).

**Gráfico N° 16**  
**Saldos diarios del Capital de Trabajo**  
**(En millones de USD)**



Fuente: Banco Central de Bolivia- Gerencia de Operaciones Internacionales

Los retiros de USD en efectivo solicitados por las entidades financieras alcanzaron durante el primer semestre del 2018, la suma de USD 588,0 millones (Gráfico N° 17 y Cuadro N°5).

**Gráfico N° 17**  
**Variación acumulada de bóveda**  
**(En millones de USD)**



Fuente: Banco Central de Bolivia- Gerencia de Operaciones Internacionales

**Cuadro N° 5**  
**Movimiento neto de bóveda**  
**2014 - 2018**  
**(En millones de USD)**

Periodo	Movimiento Trimestral de Bóveda				
	2014	2015	2016	2017	2018
1er Trimestre	-533,5	-372,8	-487,7	-295,5	-372,1
2do Trimestre	-424,2	-345,5	-343,2	-252,1	-215,9
3er Trimestre	-368,4	-328,3	-275,1	-287,0	
4to Trimestre	-410,7	-427,4	-264,1	-277,5	
<b>Total</b>	<b>-1.736,8</b>	<b>-1.473,9</b>	<b>-1.370,2</b>	<b>-1.112,2</b>	<b>-588,0</b>

Fuente: Banco Central de Bolivia- Gerencia de Operaciones Internacionales

En el primer semestre de la gestión 2018 se realizaron seis importaciones por un total de USD 595,2 millones y se realizaron dos exportaciones por USD 28,7 millones (Cuadro N° 6).

**Cuadro N° 6**  
**Importación y exportación de remesas de billetes en USD**  
**Gestión 2018**  
**(En millones de USD)**

Mes	Remesas		Importación Neta
	Importación	Exportación	
Enero	198,4	0,0	198,4
Febrero	198,4	0,0	198,4
Marzo	0,0	12,2	-12,2
<b>Total 1er Trim.</b>	<b>396,8</b>	<b>12,2</b>	<b>384,6</b>
Abril	99,2	0,0	99,2
Mayo	0,0	0,0	0,0
Junio	99,2	16,4	82,8
<b>Total 2do Trim.</b>	<b>198,4</b>	<b>16,4</b>	<b>182,0</b>
<b>Total 2018</b>	<b>595,2</b>	<b>28,7</b>	<b>566,5</b>

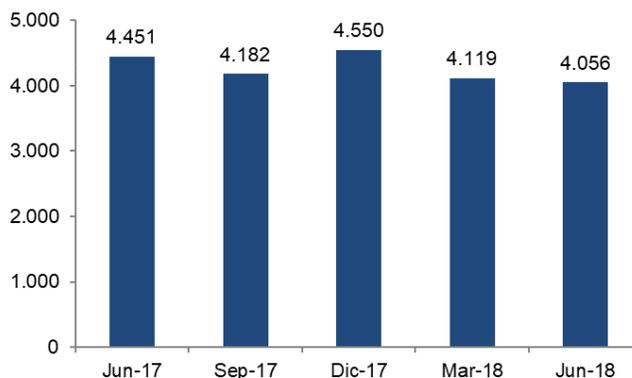
Fuente: Banco Central de Bolivia- Gerencia de Operaciones Internacionales

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

##### *Portafolio de Liquidez*

Al 30 de junio de 2018, el Portafolio de Liquidez alcanzó USD 4.056 millones, menor en USD 494 millones a diciembre de 2017 debido a las transferencias hacia el Capital de Trabajo para atender las necesidades de liquidez (Gráfico N° 18).

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



Fuente: Banco Central de Bolivia- Gerencia de Operaciones Internacionales

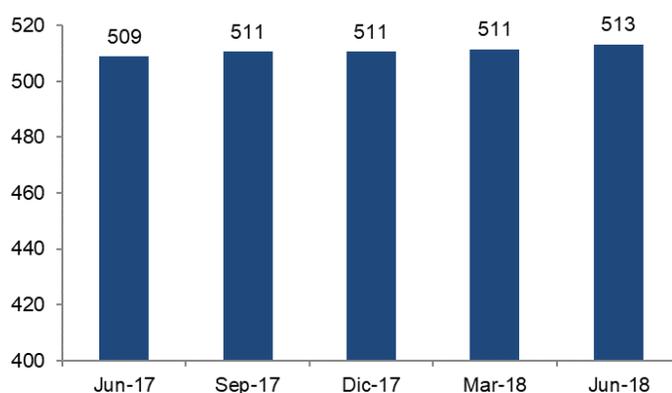
La estrategia principal de inversión del portafolio fue mantener una duración baja, un elevado nivel de liquidez y una alta calidad crediticia de las inversiones.

### **Portafolio 0-3 Años**

El Portafolio de 0-3 años se incrementó de USD 511 millones en diciembre de 2017 a USD 513 millones en junio de 2018, un incremento de USD 2 millones debido a las ganancias generadas por las inversiones.

Durante el primer semestre de 2018, las inversiones del portafolio se enfocaron en incrementar el retorno a través de estrategias de spread coberturadas, inversiones en notas de tasa flotante y aprovechar las volatilidades de los mercados financieros con estrategias de duración y de curva.

**Gráfico N° 19**  
**Evolución del portafolio 0-3 años**  
**(En millones de USD)**

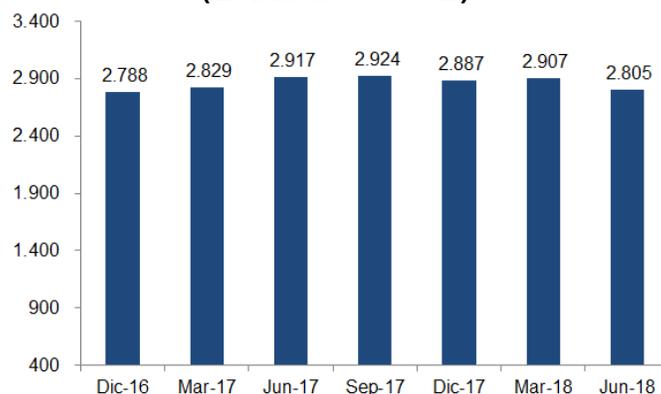


Fuente: Banco Central de Bolivia- Gerencia de Operaciones Internacionales

#### **4.2.2. Tramo de Inversión**

El Tramo de Inversión busca diversificar la inversión de las reservas internacionales e incrementar su valor en un horizonte de largo plazo y está conformado por el Portafolio Mediano Plazo 0-5 años y el Portafolio Global compuesto por inversiones en EUR, CAD, AUD y CNH/CNY.

**Gráfico N° 20**  
**Evolución del Tramo de Inversión**  
**(En millones de USD)**



Fuente: Banco Central de Bolivia- Gerencia de Operaciones Internacionales

El valor del Tramo de Inversión disminuyó en la primera mitad de 2018 de USD 2.887 millones a USD 2.805 millones, por la menor valoración del Portafolio Global, debido a la depreciación de las divisas respecto al dólar estadounidense.

En los Portafolios Euro, CAD, AUD y CNH/CNY se mantuvieron las exposiciones a cada una de las monedas, incrementándose su valor en moneda origen por los ingresos recibidos de las inversiones. Al 30 de junio de 2018, el valor de mercado de los portafolios mencionados alcanza a EUR 832 millones, CAD 373 millones, AUD 401 millones y CNH/CNY 4.525 millones.

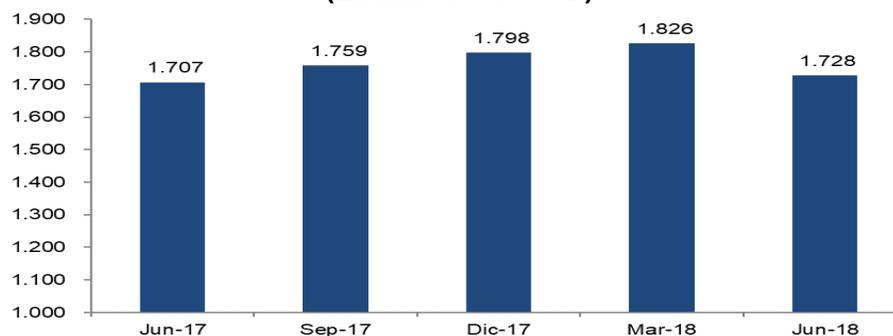
En el Portafolio Euro no se tuvieron vencimientos ni se realizaron inversiones en el semestre. Por otro lado, la estrategia principal de inversión de los Portafolios CAD, AUD y CNH/CNY fue la de mantener exposiciones en instrumentos de spread, a través de inversiones en emisiones de agencias de gobierno, supranacionales y bancarias, diversificando los portafolios de manera adecuada en diferentes países, plazos y emisores.

El Portafolio de Mediano Plazo 0-5 años mantuvo una estrategia de inversión a vencimiento de instrumentos de spread con atractivas tasas de interés y en emisores con elevadas calificaciones de riesgo. Durante el primer semestre del año se transfirieron al Tramo Precautorio USD 30 millones por vencimiento de los títulos y USD 3,5 millones por concepto de pago de cupones, cumpliendo con la determinación del Directorio del BCB de fortalecer el Tramo Precautorio.

#### **4.2.3 Portafolio Oro**

Durante el primer semestre de 2018, el valor del portafolio se redujo de USD 1.798 millones a USD 1.728 millones, una reducción de USD 70 millones (Gráfico N° 21), por la caída del precio internacional del oro ante una reducción en la demanda del metal precioso como activo de inversión.

**Gráfico N° 21**  
**Evolución del valor del portafolio**  
**(En millones de USD)**



Fuente: Banco Central de Bolivia- Gerencia de Operaciones Internacionales

### 4.3 Resultados de la Inversión de las Reservas Internacionales

El primer semestre de 2018 los ingresos por la inversión de las reservas internacionales alcanzaron USD 70,5 millones, equivalente a una tasa de retorno de 0,78% (Cuadro N° 7). Las reservas monetarias internacionales generaron ingresos por USD 68 millones equivalente a una tasa de retorno de 0,92%, en tanto que las inversiones de oro obtuvieron un ingreso de USD 2,5 millones con una tasa de retorno de 0,14%.

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

	1° trimestre 2018		2° trimestre 2018		Enero - Junio 2018	
	Ingresos (En miles de USD)	Retorno	Ingresos (En miles de USD)	Retorno	Ingresos (En miles de USD)	Retorno
Capital de Trabajo	622	0,38%	1.080	0,64%	1.702	1,03%
Portafolio de Liquidez	18.147	0,42%	20.024	0,49%	38.171	0,92%
Portafolio 0-3 años	793	0,16%	1.834	0,36%	2.628	0,52%
<b>Total Tramo Precautorio</b>	<b>19.562</b>	<b>0,39%</b>	<b>22.939</b>	<b>0,48%</b>	<b>42.500</b>	<b>0,88%</b>
Portafolio 0-5 años	1.641	0,45%	1.558	0,46%	3.199	0,92%
Portafolio Global	11.568	0,47%	10.742	0,55%	22.310	1,02%
<b>Total Tramo de Inversión</b>	<b>13.209</b>	<b>0,46%</b>	<b>12.300</b>	<b>0,54%</b>	<b>25.509</b>	<b>1,01%</b>
<b>Total Reservas Monetarias Internacionales</b>	<b>32.771</b>	<b>0,42%</b>	<b>35.239</b>	<b>0,50%</b>	<b>68.010</b>	<b>0,92%</b>
Portafolio Oro	1.342	0,08%	1.135	0,06%	2.478	0,14%
<b>Total Reservas Internacionales</b>	<b>34.113</b>	<b>0,36%</b>	<b>36.374</b>	<b>0,42%</b>	<b>70.487</b>	<b>0,78%</b>

Fuente: Banco Central de Bolivia- Gerencia de Operaciones Internacionales

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

Si se consideran las fuentes de los ingresos de las inversiones de las reservas internacionales desde inicio de año, USD 37,5 millones responden a los intereses acumulados y ganados en el período y USD 33 millones se explica por el incremento en el valor total de los portafolios:

**Cuadro N° 8**  
**Retorno por fuente de ingresos\***  
**(En miles de USD)**

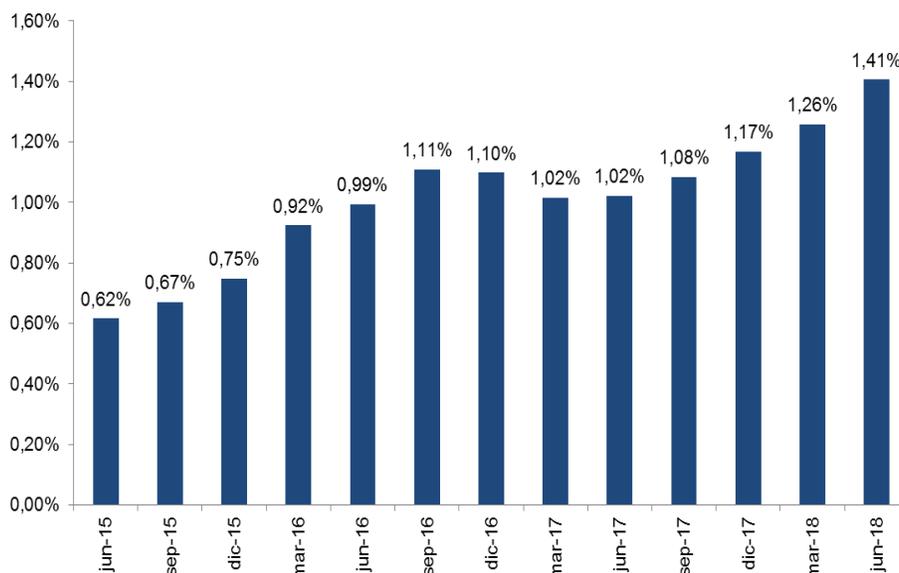
	1° trimestre 2018			2° trimestre 2018			Ene-Jun 2018		
	Intereses	Rev. de títulos	Total	Intereses	Rev. de títulos	Total	Intereses	Rev. de títulos	Total
Capital de Trabajo	622	-	622	1.080	-	1.080	1.702	-	1.702
Portafolio de Liquidez	9.685	8.462	18.147	10.598	9.427	20.024	20.283	17.888	38.171
Portafolio 0-3 años	1.861	(1.068)	793	2.133	(299)	1.834	3.995	(1.367)	2.628
<b>Total Tramo Precautorio</b>	<b>12.168</b>	<b>7.393</b>	<b>19.562</b>	<b>13.811</b>	<b>9.128</b>	<b>22.939</b>	<b>25.979</b>	<b>16.521</b>	<b>42.500</b>
Portafolio 0-5 años	1.639	2	1.641	1.556	2	1.558	3.195	4	3.199
Portafolio Global	3.566	8.001	11.568	2.299	8.444	10.742	5.865	16.445	22.310
<b>Total Tramo de Inversión</b>	<b>5.206</b>	<b>8.004</b>	<b>13.209</b>	<b>3.855</b>	<b>8.445</b>	<b>12.300</b>	<b>9.061</b>	<b>16.449</b>	<b>25.509</b>
<b>Total Reservas Monetarias Internacionales</b>	<b>17.374</b>	<b>15.397</b>	<b>32.771</b>	<b>17.666</b>	<b>17.573</b>	<b>35.239</b>	<b>35.040</b>	<b>32.970</b>	<b>68.010</b>
Portafolio Oro	1.342	-	1.342	1.135	-	1.135	2.478	-	2.478
<b>Total Reservas Internacionales</b>	<b>18.717</b>	<b>15.397</b>	<b>34.113</b>	<b>18.801</b>	<b>17.573</b>	<b>36.374</b>	<b>37.518</b>	<b>32.970</b>	<b>70.487</b>

Fuente: Banco Central de Bolivia- Gerencia de Operaciones Internacionales

(\*) No incluyen las variaciones cambiarias del oro, euro, dólar canadiense, dólar australiano y yuan Renminbi.

El retorno a 12 meses alcanzó a 1,41% a junio de 2018. Este retorno se ha ido incrementado debido al alza de las tasas de interés en EE.UU. principalmente.

**Gráfico N° 22**  
**Evolución del retorno a 12 meses de las Reservas Internacionales**



Fuente: Banco Central de Bolivia- Gerencia de Operaciones Internacionales

En lo que respecta al desempeño de los portafolios en comparación con sus benchmarks, desde inicio de gestión, todos los portafolios generaron retornos por encima de sus comparadores referenciales, reflejando la adecuada administración de las reservas internacionales. (Cuadro No. 9).

**Cuadro N° 9**  
**Rendimiento de los portafolios**  
**en comparación con sus benchmarks(\*)**

	1° trimestre de 2018			2° trimestre de 2018			Ene-Jun 2018		
	Portafolio	Benchmark	Dif. (En pb)	Portafolio	Benchmark	Dif. (En pb)	Portafolio	Benchmark	Dif. (En pb)
Capital de Trabajo	0,38%	0,34%	5	0,64%	0,41%	23	1,03%	0,75%	28
Portafolio de Liquidez	0,42%	0,39%	3	0,49%	0,50%	-1	0,92%	0,89%	2
Portafolio 0-3 años	0,16%	0,02%	14	0,36%	0,30%	6	0,52%	0,32%	20
Portafolio 0-5 años	0,45%	0,35%	10	0,46%	0,37%	9	0,92%	0,72%	20
Portafolio Global	0,47%	0,43%	4	0,55%	0,58%	-3	1,02%	1,01%	1
<b>Total Reservas Monetarias Internacionales</b>	<b>0,42%</b>	<b>0,37%</b>	<b>5</b>	<b>0,50%</b>	<b>0,50%</b>	<b>0</b>	<b>0,92%</b>	<b>0,88%</b>	<b>5</b>

Fuente: Banco Central de Bolivia- Gerencia de Operaciones Internacionales

(\*)Rendimiento no anualizado. No incluye las variaciones cambiarias del euro, dólar canadiense, dólar australiano y yuan Renminbi.

## 5. Gestión de riesgos en la inversión de las Reservas Internacionales

### 5.1 Cumplimiento de Normas y Límites

El Departamento de Control de Inversiones certifica que durante el primer semestre de 2018 en todas y cada una de las inversiones de las reservas internacionales se cumplieron las normas, límites y lineamientos de inversión establecidos por el Directorio del BCB y por el Comité de Reservas Internacionales (CRI).

### 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 de 1% (Gráfico N° 23).

El riesgo crediticio se incrementó levemente durante el segundo trimestre debido al incremento de inversiones en el Portafolio de Liquidez en instrumentos del sector bancario con calificación crediticia A.

**Gráfico N° 23**  
Reservas monetarias internacionales  
VaR crediticio

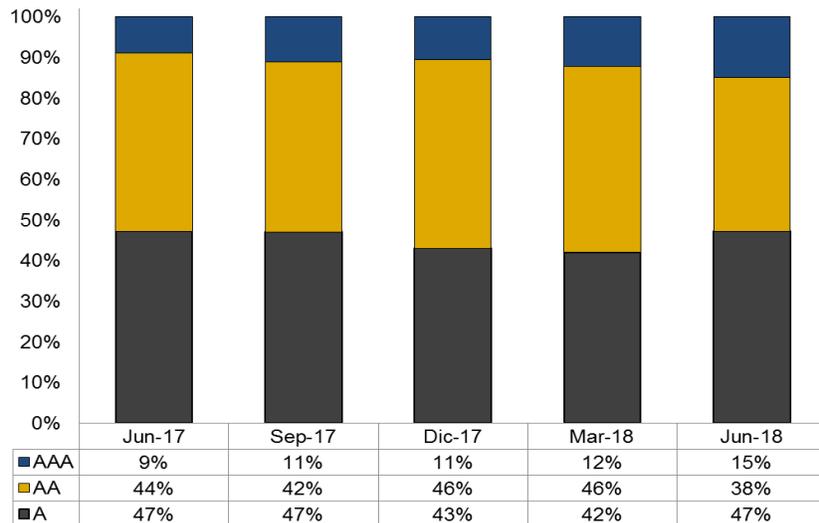


Fue Fuente: Banco Central de Bolivia- Gerencia de Operaciones Internacionales

### 5.2.2 Composición por Calificación de Riesgo Crediticio

Durante el primer semestre de 2018 las inversiones A y AAA se incrementaron 4% en razón a mayores inversiones del Portafolio de Liquidez en bancos con calificación crediticia A y en agencias de gobierno calificadas como AAA. La reducción de la exposición a entidades AA se debe al vencimiento de inversiones en la CAF (AA-) e inversiones de oro en JPMorgan Chase Bank (AA):

**Gráfico N° 24**  
Total Reservas Internacionales  
composición por calificación crediticia



Fuente: Banco Central de Bolivia- Gerencia de Operaciones Internacionales

### 5.2.3 Cambios en la Calificación Crediticia

El 21 de junio de 2018, la agencia calificador de riesgo crediticio Fitch, subió la calificación de emisor de largo plazo de dos contrapartes bancarias del BCB, de Bank of America y JPMorgan Chase Bank reflejando una alta calidad crediticia de ambas entidades. La perspectiva en ambos casos es estable.

**Cuadro N° 10**  
**Cambios en calificación crediticia**

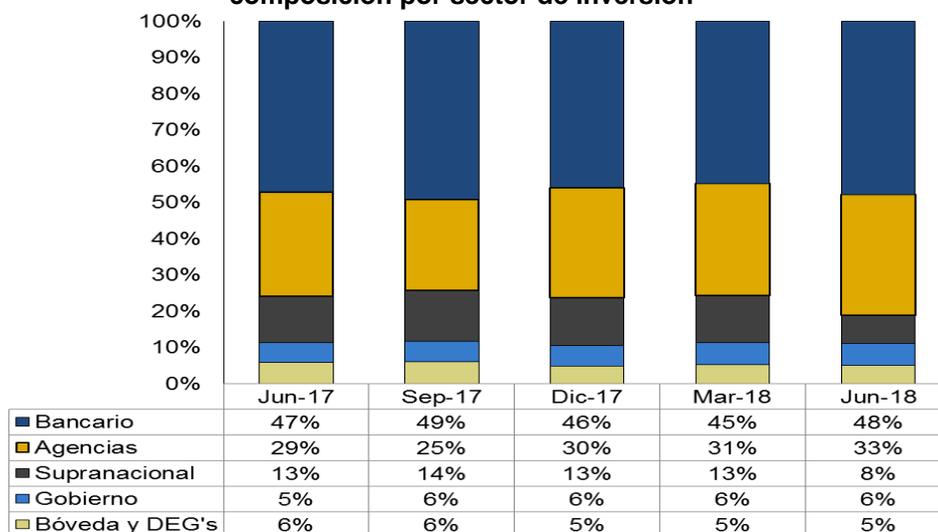
Entidad /País	País	Calificación de largo plazo		Fecha de último
		De	A	
Bank of America NA	Estados Unidos	A+	AA-	21-Jun-18
JPMorgan Chase Bank NA	Estados Unidos	AA-	AA	21-Jun-18

Fuente: Fitch Ratings

### 5.2.4 Composición por Sector

Las inversiones en entidades supranacionales disminuyeron en 5 puntos porcentuales, en tanto que las inversiones en el sector bancario y en agencias de gobierno se incrementaron en 2 y 3 puntos porcentuales respectivamente, manteniendo una buena calidad crediticia de las inversiones (Gráfico N° 25).

**Gráfico N° 25**  
**Reservas Internacionales**  
**composición por sector de inversión**



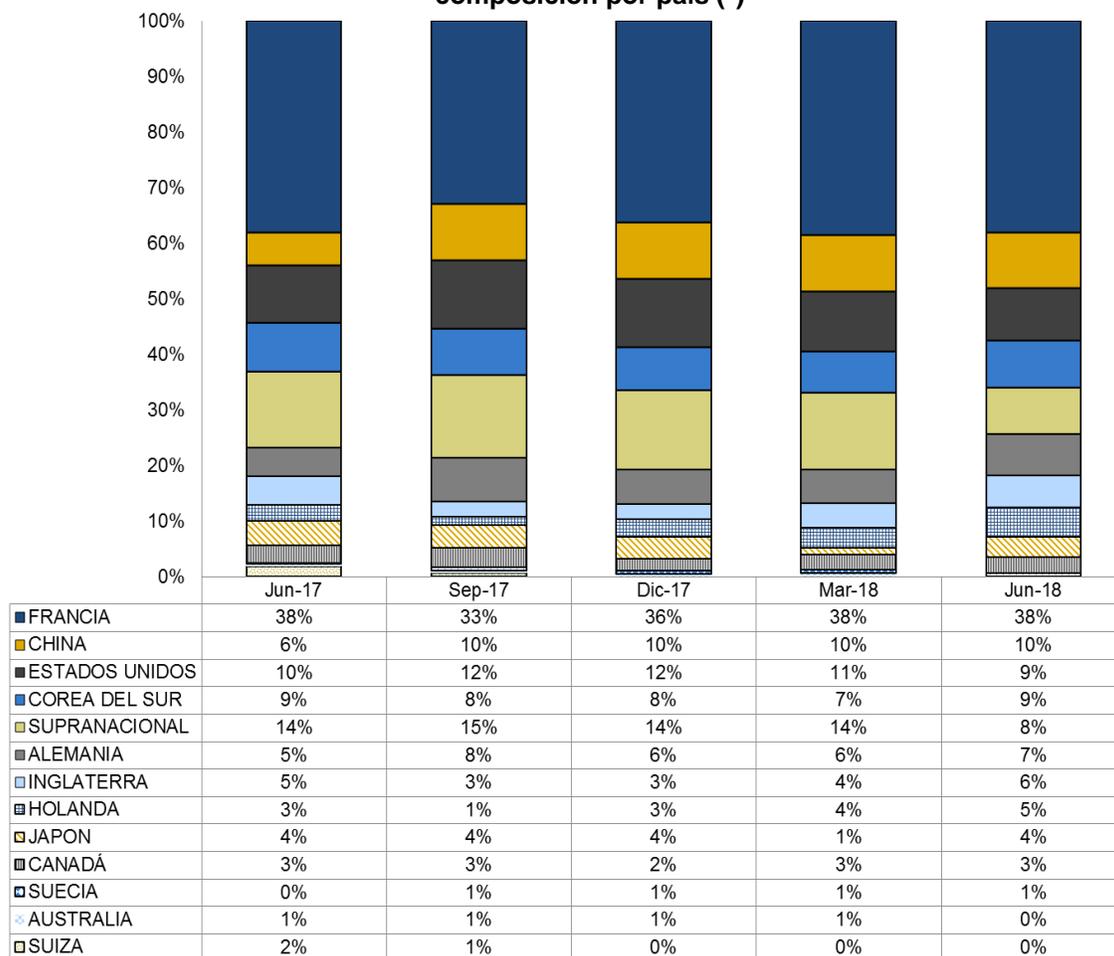
Fuente: Banco Central de Bolivia- Gerencia de Operaciones Internacionales

Por otra parte, dentro de cada sector se mantuvieron niveles adecuados de diversificación. Entre enero y junio de 2018, la exposición por agencia y por entidad supranacional no superó el 15% de las reservas monetarias internacionales y la exposición por banco no superó el 5%.

### 5.2.5 Composición por País

Al 30 de junio de 2018, el 38% de las Reservas Internacionales se encuentran invertidas en Francia y el 10% en China. Durante el primer semestre de 2018 se incrementaron las inversiones en Corea del Sur, Alemania, Inglaterra, Holanda y Japón y se redujeron en Estados Unidos y entidades supranacionales (Gráfico N° 26).

**Gráfico N° 26**  
**Reservas Internacionales**  
**composición por país (\*)**



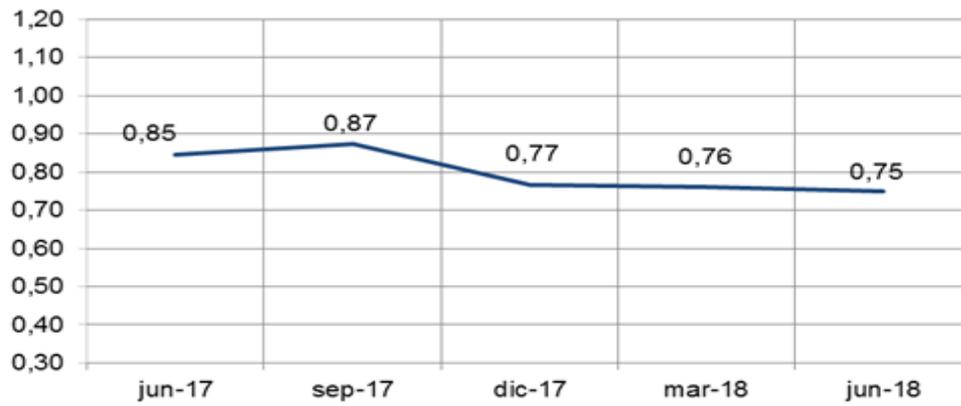
(\*) No incluye Bóveda y DEG's

Fuente: Banco Central de Bolivia- Gerencia de Operaciones Internacionales

### 5.3 Riesgo de Mercado

A junio de 2018, la duración de las reservas internacionales disminuyó levemente en relación al semestre anterior, de 0,77 a 0,75 equivalente a 9 meses, debido a la reinversión en títulos con menores plazos en el Portafolio de Liquidez. Las inversiones del total de las reservas internacionales en promedio tienen un vencimiento promedio menor a 1 año, por lo que el riesgo de perder por un movimiento adverso en las tasas de interés es bajo (Gráfico N° 27).

**Gráfico N° 27**  
**Duración de las Reservas Internacionales**



Fuente: Banco Central de Bolivia- Gerencia de Operaciones Internacionales

## 6. Perspectivas para el segundo semestre de 2018

Para el segundo semestre de 2018, el entorno de incertidumbre se mantendría en la medida que se consoliden la aplicación de aranceles comerciales por parte de EE.UU. y las contramedidas planteadas por China y la Zona Euro.

Con relación al crecimiento económico de EE.UU., se espera niveles más elevados a los registrados el primer semestre por la solidez del sector laboral, mayor gasto de gobierno y mayores niveles de ingresos de los hogares favorecidos por las reformas impositivas. Se esperan dos incrementos, de 25 p.b. cada uno, en la tasa de referencia del FED hasta finalizar la gestión, y un nivel de inflación de 2% o ligeramente superior por un crecimiento en el nivel de los salarios. Se espera que el mercado laboral continúe fortalecido con niveles de desempleo bajos.

En la Zona Euro, se espera que la inflación se incremente levemente por un mejor desempeño económico y un mayor dinamismo del consumo de los hogares, manteniendo el plan del Banco Central Europeo respecto a la conclusión del programa de compra de activos. Así mismo, se espera que la tasa de referencia se mantenga sin cambios en esta gestión.

En Australia no se espera cambios en su política monetaria, mientras que en Canadá se esperan dos incrementos de su tasa de referencia de 25 p.b. cada uno, apoyada principalmente por la solidez del mercado laboral y un crecimiento robusto de las inversiones.

En China, se espera que el crecimiento económico se mantenga en niveles cercanos al 6,5% previsto para 2018, a pesar de una posible reducción de los ingresos provenientes del comercio internacional con EE.UU.