

BANCO CENTRAL DE BOLIVIA
GERENCIA DE OPERACIONES INTERNACIONALES



**EVALUACIÓN DE LA INVERSIÓN DE LAS
RESERVAS INTERNACIONALES DEL
BANCO CENTRAL DE BOLIVIA**

PRIMER TRIMESTRE DE 2009

9 de abril de 2009

BANCO CENTRAL DE BOLIVIA
GERENCIA DE OPERACIONES INTERNACIONALES
SUBGERENCIA DE RESERVAS



EVALUACIÓN DE LAS INVERSIONES DE
LAS RESERVAS INTERNACIONALES DEL
BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

ENERO – MARZO 2009

9 de abril de 2009

EVALUACIÓN DE LAS INVERSIONES DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

ENERO – MARZO 2009

RESUMEN EJECUTIVO

1. El entorno internacional en el primer trimestre de 2009, estuvo dominado por las repercusiones de la crisis financiera internacional en el sector real de la economía a nivel global, así como a la aplicación de medidas no tradicionales por parte de los Bancos Centrales para reactivar sus economías.
2. Los principales indicadores de la economía norteamericana mostraron un deterioro significativo durante el trimestre. El crecimiento del PIB para el cuarto trimestre de 2008 (-6.3%) fue equiparable a los niveles registrados en las recesiones de inicios de los años 80's. El sector manufacturero y no manufacturero experimentó una leve recuperación durante el trimestre, sin embargo, el crecimiento de la producción industrial anual confirmó la profundidad de la recesión, registrando los niveles mas bajos desde los años 80's.
3. La inflación de la economía norteamericana desaceleró la disminución que presentó hasta finales del cuarto trimestre de 2008 debido a un repunte en los precios de la gasolina en el mes de enero y a datos de consumo positivos en los meses de enero y febrero. El mercado laboral mostró un significativo deterioro alcanzando una tasa de desempleo de 8.5% en el mes de marzo.
4. En un contexto macroeconómico deteriorado, la Reserva Federal de Estados Unidos aplicó medidas monetarias “no tradicionales” adicionales a las disminuciones de la tasa referencial, como el *credit easing* que es la compra de títulos de spread (agencias, MBS, corporativos) y el *quantitative easing* que es la compra de títulos soberanos.
5. Las Reservas Internacionales del Banco Central de Bolivia registraron un leve incremento durante el primer trimestre de 2009. De un saldo de USD 7.716 millones al 31 de diciembre de 2008 cerraron en USD 7.752 millones al 31 de marzo de 2009. La participación del Capital de Trabajo y del Capital de Inversión sobre el total de las reservas se mantuvo sin variación, con un porcentaje de alrededor de 3% y 86% respectivamente. Las reservas de oro tienen una participación del 11% sobre el total de reservas.
6. Debido a la crisis financiera internacional y para hacer frente al requerimiento de efectivo en USD del sistema financiero nacional, los saldos en el Capital de Trabajo tanto en fondos vista como en billetes en bóveda se mantuvieron en promedio en USD 174,3 millones.

7. El Capital de Inversión se mantuvo relativamente estable durante el primer trimestre de 2009 con un saldo de USD 6.682 millones al final del trimestre. Asimismo, el Portafolio de Liquidez mantuvo la mayor participación con el traslado de las inversiones desde el Portafolio de Depósitos siguiendo la política de incrementar la calidad crediticia de las inversiones del BCB.
8. La estrategia de inversión seguida para el Portafolio de Liquidez durante el primer trimestre de 2009, estuvo orientada a una duración neutral respecto al benchmark y exposición a instrumentos de spread de agencias soberanas y entidades supranacionales, lo cual le permitió obtener un rendimiento superior a su comparador referencial en 18 p.b
9. El Portafolio de Depósitos continuó disminuyendo durante el trimestre debido a la política prudencial aplicada por el BCB respecto al riesgo crediticio, a pesar de esto, por las colocaciones pasadas en este portafolio se pudo obtener 11 puntos básicos en exceso respecto a su comparador referencial.
10. Las reservas de oro se incrementaron en valoración en un 4% durante el primer trimestre de 2009. Al 31 de diciembre de 2008 las 28.3 toneladas de oro fueron valoradas en USD 803 millones mientras que al 31 de marzo de 2009 se incrementaron a USD 838 millones. Como resultado de las inversiones efectuadas, el portafolio de oro obtuvo un retorno de 0.12% durante el primer trimestre 2009.
11. El portafolio RAL durante el primer trimestre de 2009, debido a la implementación del encaje adicional del 30% para depósitos en moneda extranjera del público que entró en vigencia a partir del 26 de enero de 2009, mostró un incremento de 45% pasando de un valor de mercado a diciembre de 2008 de USD 404 millones a un valor de mercado a marzo de 2009 de USD 587 millones. La estrategia de inversión de este portafolio con desviaciones en spread y duración le permitió generar un rendimiento superior al benchmark en 22 p.b.

1. ENTORNO INTERNACIONAL

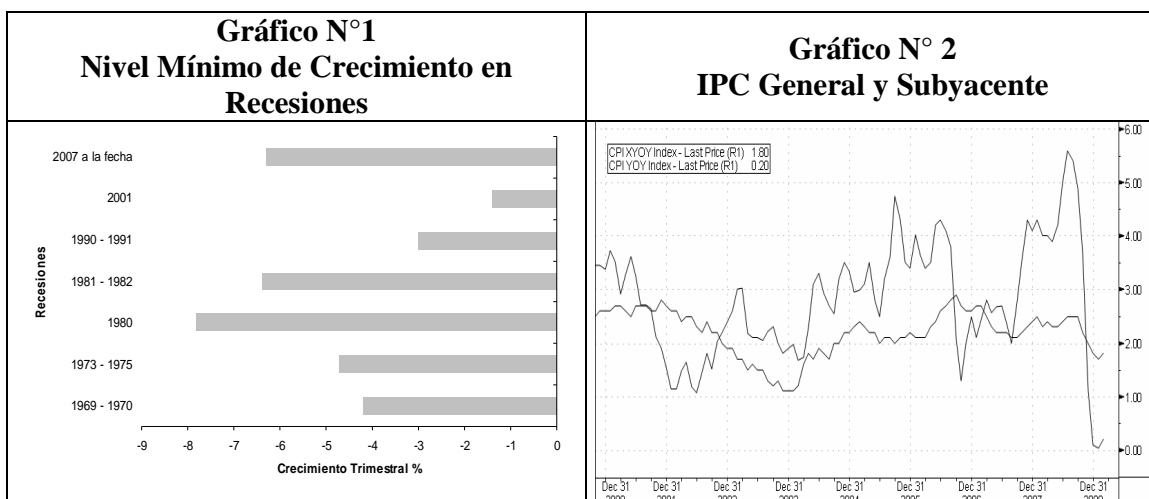
El entorno internacional en el primer trimestre de 2009, estuvo dominado por las repercusiones de la crisis financiera internacional, desatada en septiembre de 2008, en el sector real. Muchos de los indicadores económicos de las principales economías a nivel mundial se situaron en los peores niveles desde la década de los 80's del siglo pasado, especialmente los correspondientes a la economía norteamericana.

En este contexto, las medidas de los gobiernos y bancos centrales se han orientado a paliar los efectos económicos de la crisis en un plazo reducido y restaurar además la confianza de los inversionistas. En este afán, se ha incrementado el uso de medidas monetarias “no tradicionales” y medidas fiscales de forma global, principalmente en las economías de Estados Unidos e Inglaterra.

1.1 Fundamentos de la economía americana

El crecimiento económico en Estados Unidos para el cuarto trimestre de 2008 fue significativamente negativo equiparándose a los niveles de crecimiento negativos registrados en las recesiones de inicios de los años 80's (Gráfico N°1). El dato registrado para el cuarto trimestre de 2008 reflejó un crecimiento de -6.3% con una contribución negativa del consumo (-3%), inversión (-3.5%) y exportaciones netas (-0.1%), el único componente del PIB que contribuyó positivamente fue el gasto gubernamental con 0.3%.

Por otro lado, el nivel de inflación de la economía norteamericana (medido a través de la variación del IPC) frenó la acelerada disminución que presentó hasta finales del cuarto trimestre de 2008 debido a un repunte en los precios de la gasolina en el mes de enero y a datos de consumo positivos en los meses de enero y febrero. Los datos de inflación registrados para el primer trimestre de 2009 (febrero) son de 0.2% para la inflación anual general y 1.8% para la inflación anual core como se muestra en el Gráfico N° 2.

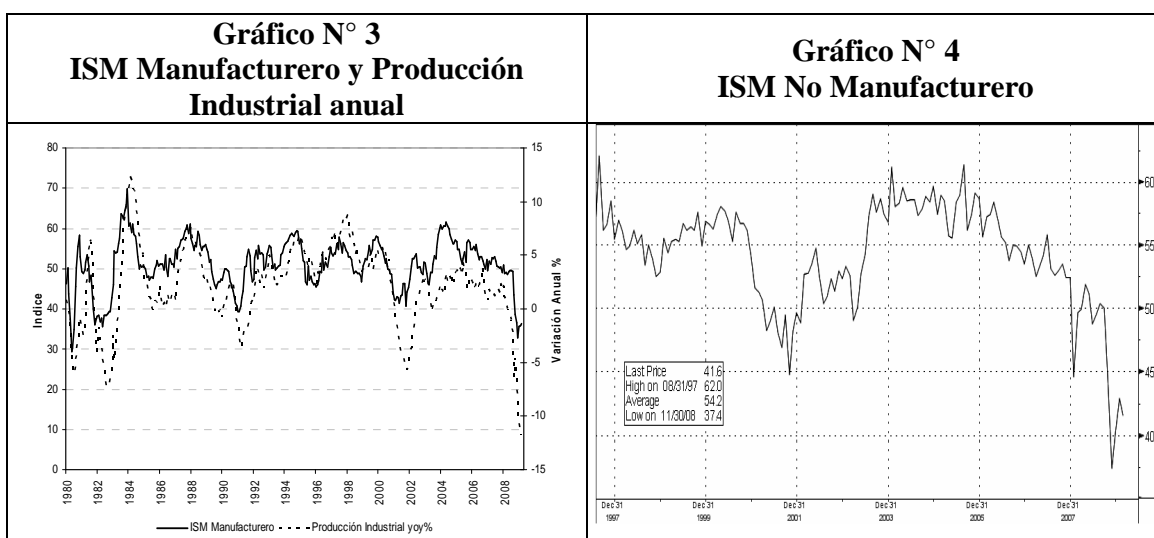


Fuente: Bloomberg.

En el primer trimestre de 2009 el sector manufacturero salió levemente del fondo, enero (35.6) y febrero (35.8), en el que se había situado a finales de 2008 alcanzando un nivel

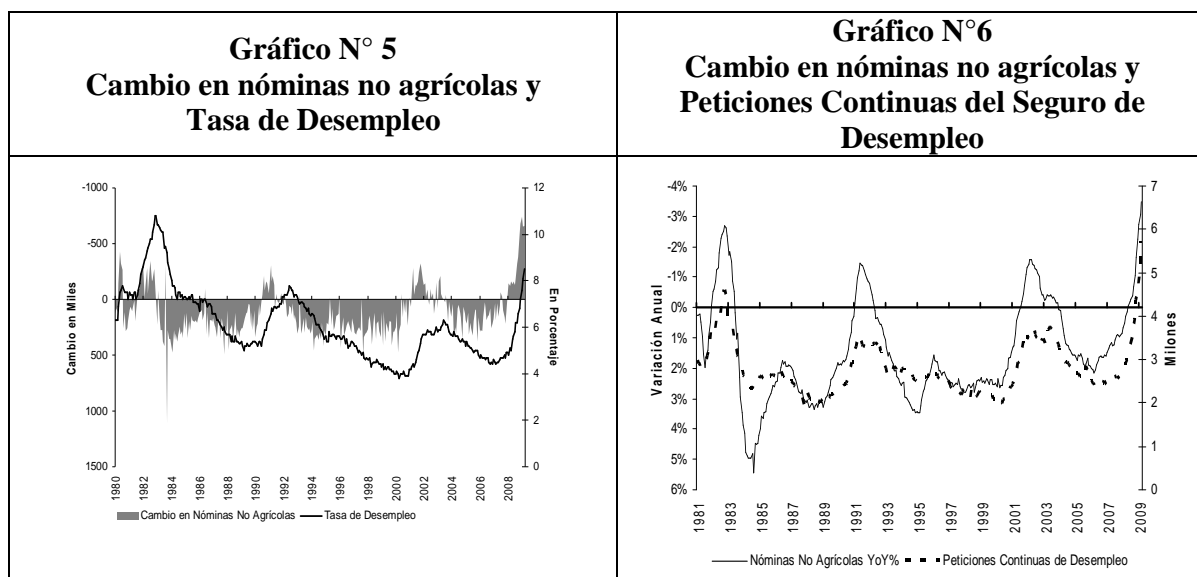
mínimo de 32.9. Sin embargo, este leve incremento indica que la recuperación del sector productivo no se alcanzará en el corto plazo, es así, que la variación anual de la producción industrial ha registrado sus niveles más bajos desde la recesión de inicios de los 80's como se muestra en el Gráfico N° 3.

Este mismo comportamiento se observa en el sector de servicios reflejado en el ISM no manufacturero. Posterior al nivel de 40.1 con el que cerró el ISM no Manufacturero el cuarto trimestre de 2008, leves recuperaciones se registraron en enero (42.9) y febrero (41.6) como se muestra en el Gráfico N°4. Sin embargo, desde la concepción del índice en 1997, estos niveles continúan siendo los mínimos de toda la historia del índice por lo que la recuperación en el sector de servicios no se espera en el corto plazo.



Fuente: Bloomberg.

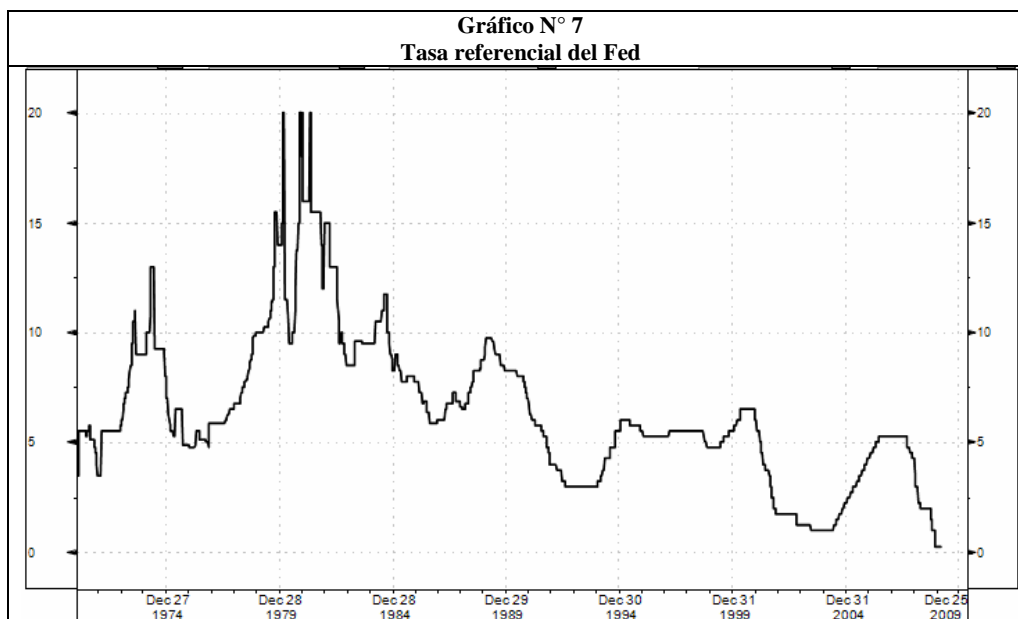
El mercado laboral continuó desacelerándose notoriamente en el primer trimestre de 2009. El indicador de cambio en nóminas no agrícolas registró los peores niveles en casi 30 años: enero (-655.000) y febrero (-651.000); sin embargo estos niveles son marginalmente mejores que el nivel de cierre del cuarto trimestre de 2008 (-663.000). (Gráfico N° 5). Adicionalmente, el número de personas que solicitan el seguro de desempleo se encuentra en sus peores niveles, llegando este a 5.5 millones de personas que efectúan esta solicitud (Gráfico N° 6). En consecuencia, la tasa de desempleo se ha incrementado de forma acelerada en el primer trimestre de 2009 llegando a 8.5% en el mes de marzo.



Fuente: Bloomberg

En este contexto económico, la política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) durante el primer trimestre de 2009 se ha caracterizado por la profundización de medidas monetarias “no tradicionales” adicionales al empleo de la tasa referencial como único instrumento para reactivar la economía. De esta manera, la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco de Inglaterra han sido los más activos aplicando dichas medidas como el *credit easing* que es la compra de títulos de spread (agencias, MBS, corporativos) y el *quantitative easing* que es la compra de títulos soberanos con el objetivo de reactivar el mercado de crédito y ayudar a las principales instituciones financieras.

La tasa referencial del Fed durante el primer trimestre de 2009 se mantuvo invariable en 0.25% siendo el nivel más bajo alcanzado en su historia como se muestra en el Gráfico N°7.



Fuente: Bloomberg

1.2 Crisis financiera internacional

Durante el primer trimestre de 2009, la crisis financiera internacional continuó preocupando a los gobiernos y bancos centrales a nivel mundial, los acontecimientos suscitados en este trimestre se pueden resumir en 3 partes:

I. Medidas de política monetaria tradicionales y no tradicionales

El 2009 se ha caracterizado por el dinamismo de los bancos centrales, especialmente de Estados Unidos e Inglaterra, en el diseño y aplicación de la política monetaria. En primer lugar, regiones que estaban renuentes a reducir sus tasas referenciales lo hicieron de manera acelerada en el 2009. El Cuadro N° 1 resume las variaciones de la tasa referencial de política monetaria en las principales economías a nivel global.

	Diciembre 2008	Marzo 2009	Disminución
EE.UU	0.25%	0.25%	0.00%
EUROPA	2.50%	1.50%	1.00%
INGLATERRA	2.00%	0.50%	1.50%
JAPON	0.10%	0.10%	0.00%
CANADA	1.50%	0.50%	1.00%
AUSTRALIA	4.25%	3.25%	1.00%

Adicionalmente, una de las principales “innovaciones” en política monetaria que ya fue parcialmente implementada en el cuarto trimestre de 2008 fue el *credit easing* y el *quantitative easing*. El primero se refiere a la compra o ampliación de colateral de activos *spread* que se han visto notoriamente afectados por la crisis financiera, en este sentido, se puede citar el inicio de compra de títulos de agencias de gobierno y MBS¹ en diciembre 2008 por parte de la Reserva Federal que se incrementó en marzo 2009. En marzo de 2009 el Banco de Inglaterra creó el *Asset Purchase Facility* con la finalidad de adquirir los activos tóxicos de los balances del sistema privado financiero. Finalmente, el Banco Central Europeo busca extender temporalmente la lista de activos elegibles para uso como colateral en el sistema Europeo (Euro System) para ser utilizados como garantía para operaciones de crédito (reporto).

La segunda medida de política monetaria, *quantitative easing*, se refiere a la compra de títulos soberanos, particularmente de largo plazo. En este sentido se puede citar al Banco de Inglaterra que en marzo 2009 determinó iniciar la compra de títulos soberanos (*guilts*) de largo plazo con la finalidad de reducir las tasas de interés en el largo plazo; casi inmediatamente, la Reserva Federal emprendió la misma medida.

II. Medidas de política fiscal (Programas de gobiernos)

Las principales medidas de política fiscal en el primer trimestre de 2009 fueron desarrolladas en Estados Unidos y poseen dos orientaciones: i) fortalecer la demanda agregada y ii) fortalecer el sistema financiero americano. En el primer caso, el gobierno del presidente Barack Obama, impulsó un plan de rescate y reactivación de la economía

¹ Los Mortgage Backed Securities (MBS), son activos respaldados por hipotecas.

norteamericana de alrededor USD 816 billones orientados a: recortes de impuestos (tanto a individuos como empresas), creación de empleos, mejoras en el sector salud y educación y expandir la ayuda a pobres y desempleados.

El segundo caso, en marzo 2009, el secretario del Tesoro Timothy Geithner anunció la creación del *Public Private Investment Program* (PPIP) con la finalidad de remover los activos tóxicos de los bancos a través de capitalización gubernamental (coparticipación estatal y privada), esto se lo efectuaría a través del TALF (*Term Asset Backed Securities Loan Facility*) de la Reserva Federal. Se espera que con la implementación del PPIP, se acelere el final de la crisis financiera. La cuantía de este plan es de USD 1 trillón.

III. Efectos de la crisis financiera

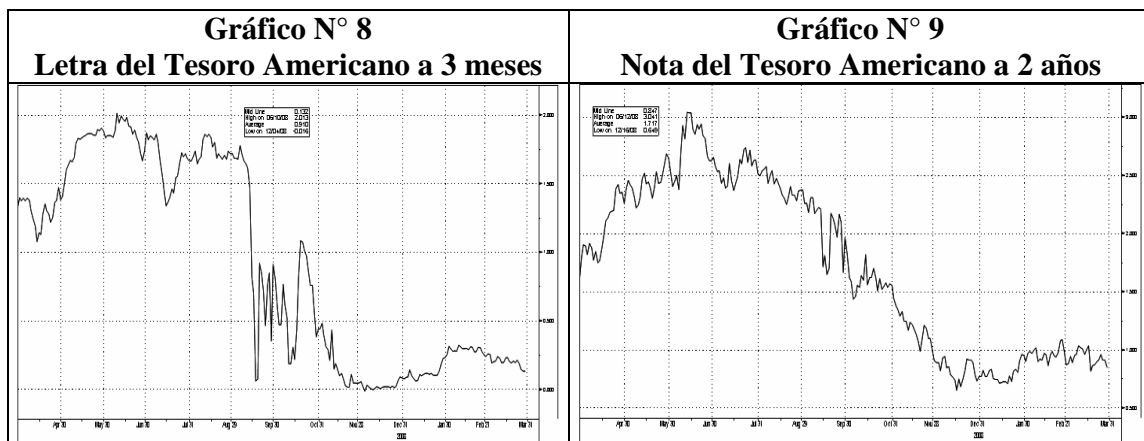
Existen eventos importantes que acontecieron en el primer trimestre de 2009 a raíz de la crisis financiera, entre los más importantes podemos citar: i) la ayuda adicional a la aseguradora AIG por USD 30 billones (bajo el *Troubled Asset Relief Program*) del gobierno después de conocer la pérdida de AIG de USD 61.7 billones en el cuarto trimestre 2008 (la pérdida corporativa más grande de la historia), ii) el rescate a Citigroup que permitió al gobierno norteamericano tener un 36% de participación a través de la inyección de liquidez a la mencionada compañía, iii) la inclusión de los principales bancos norteamericanos : JP Morgan Chase, Bank of America, Goldman Sachs, Citigroup, Wells Fargo y aquellos cuyo riesgo sistémico es alto en el TARP para poder proveerles liquidez cuando la requieran y así aminorar los efectos de la recesión en los mencionados bancos.

1.3 Mercados financieros internacionales y commodities

La repercusión de los principales indicadores económicos y la aplicación de la política del Fed tanto tradicional como no tradicional tuvieron su impacto en los mercados financieros aunque en menor medida a los movimientos observados la gestión pasada.

La letra del tesoro americano a 3 meses empezó el año en un nivel de 8 p.b. con un leve incremento durante el trimestre el cual finalizó en 14 p.b. (Gráfico N° 8). El rendimiento de la nota a 2 años tuvo un comportamiento mas volátil aunque con una ligera tendencia positiva situándose entre 71 p.b. y 109 p.b. a lo largo del trimestre (Gráfico N° 9).

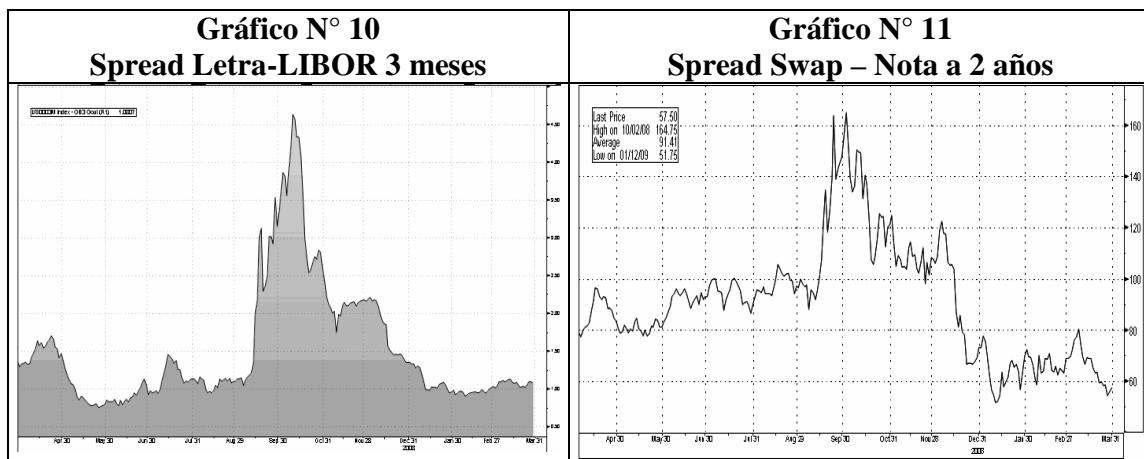
Si bien la demanda por los títulos de gobierno se mantuvo elevada, el fuerte incremento de las emisiones por parte del tesoro para financiar sus diferentes programas de incentivos en los diferentes tramos fue el principal factor de presión para menores precios y así el leve incremento de rendimientos en el mercado.



Fuente: Bloomberg.

La aversión al riesgo crediticio en los mercados en el tramo de 3 meses, medidos por los spreads de los instrumentos de crédito versus los tesoros, se mantuvo relativamente estable durante el primer trimestre del año, retornando a los niveles alcanzados durante el segundo trimestre de 2008 (de alrededor de 100 pb.) antes de la quiebra de Lehman Brothers en el mes de octubre cuando los spreads alcanzaron su máximo de 464 p.b. (Gráfico N° 10)

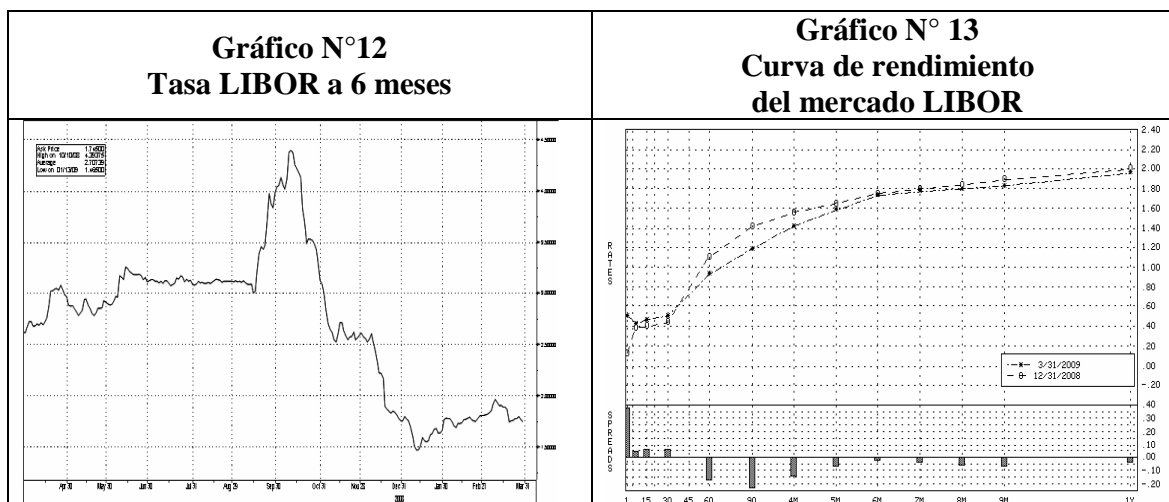
En los tramos mas largos de la curva, el spread del swap a 2 años versus la nota del tesoro tuvo un comportamiento más volátil con una leve disminución al final del trimestre, alcanzando un nivel de 57 p.b. reflejando cierta respuesta positiva del mercado a las políticas del Fed dirigidas a disminuir el costo de financiamiento en el mercado de crédito a través de compras de diferentes instrumentos de mercado, particularmente en los sectores entre 2 y 10 años (Gráfico N° 11).



Fuente: Bloomberg.

A principios del trimestre el mercado de dinero mostró una disminución de tasas por la aparente recuperación de la liquidez en este mercado acompañado de cierta expectativa positiva de recuperación en el mercado, que, si embargo, posteriormente se revirtió tras los continuos resultados negativos de los indicadores económicos finalizando el trimestre en niveles similares a los de inicio de período.

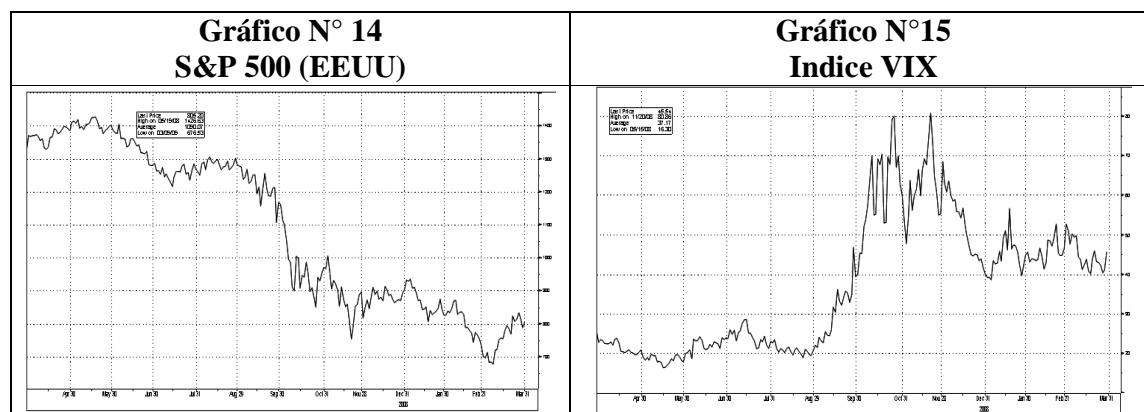
La tasa LIBOR a 6 meses empezó y finalizó el período en un nivel de 1.74% aproximadamente (Gráfico N° 12). De igual manera, la curva de este mercado en general se mantuvo con poca variación como se muestra en el Gráfico N° 13, con una ligera disminución en el tramo de 3 meses..



Fuente: Bloomberg

En relación al mercado accionario, éste continuó con una clara tendencia hacia la baja durante el primer trimestre de 2009 respondiendo a los resultados negativos de las empresas durante la gestión de 2008 y de sus expectativas, incrementando las pérdidas de este sector.

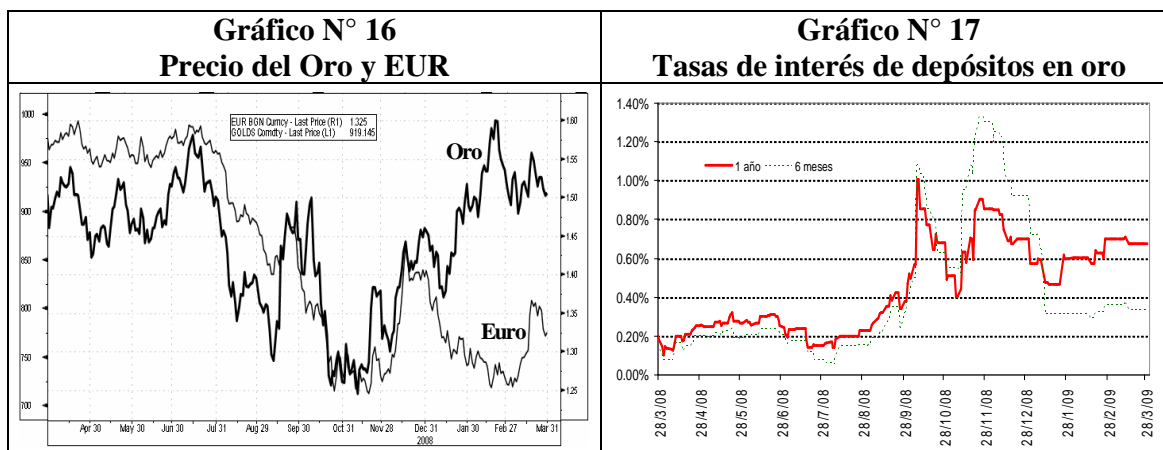
El S&P alcanzó un mínimo en 12 años el 9 de marzo de 676 puntos. Al 31 de marzo el S&P alcanzó un nivel de 805 que representa una caída del 11% en el trimestre (Gráfico N° 14). Por su parte, El índice de volatilidad de éste mercado dado por el VIX mostró variación durante el trimestre, situándose en una banda entre 40 y 57 puntos (Gráfico N° 15).



Fuente: Bloomberg.

En cuanto al mercado Forex, el dólar norteamericano mostró una importante apreciación respecto al resto de las principales monedas durante los dos primeros meses del trimestre reafirmando su condición de moneda de reserva de preferencia a nivel mundial. El euro cayó de 1,40 a 1,25 USD/EUR durante los dos primeros meses, impulsado además por la débil situación del sector bancario de Europa del Este principalmente.

Sin embargo, durante el mes de marzo el euro se apreció alcanzando un máximo de 1.37 USD/EUR finalizando el período en 1.33 debido a las continuas discusiones sobre la correcta aplicación de las políticas fiscales y monetarias para reactivar la economía en Estados Unidos, así como propuestas por parte del gobierno Chino en considerar al DEG en lugar del dólar como moneda base del intercambio internacional (Gráfico N°16).



Fuente: Bloomberg

El oro mostró una tendencia positiva más consistente, reflejando su característica de inversión alternativa en períodos de crisis así como activo de resguardo frente a expectativas de inflación en el mercado en el largo plazo como consecuencia de las agresivas políticas monetarias expansivas a nivel global. Durante el primer trimestre el precio del oro se incrementó de 882 a 919 USD por OTF (Gráfico N° 16).

Las tasas de depósitos de oro de 6 meses y 1 año se mantuvieron bastante estables durante el trimestre luego de haber alcanzado sus niveles máximos durante el mes de octubre cuando las tasas LIBOR alcanzaron sus máximos, mostrando la estabilidad de las tasas LIBOR así como de los requerimientos de cobertura actuales en el mercado (Gráfico N°17).

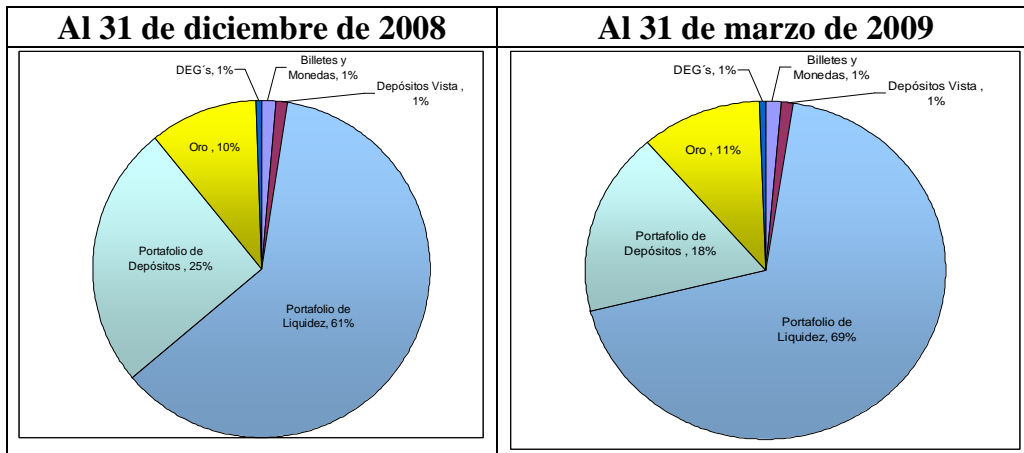
2. ESTRUCTURA DE FONDOS

Las Reservas Internacionales registraron un leve incremento durante el primer trimestre de 2009, de un saldo de USD 7.716 millones al 31 de diciembre de 2008 cerraron en USD 7.752 millones al 31 de marzo de 2009.

La participación del Capital de Trabajo y del Capital de Inversión sobre el total de las reservas durante el primer trimestre de 2009 se mantuvo sin variación, con un porcentaje de alrededor de 3% y 86% sobre el total de reservas respectivamente.

Al 31 de marzo de 2009, la mayor participación sobre el total de las reservas corresponde al Portafolio de Liquidez con 69%, seguido del Portafolio de Depósitos con 18% y las Reservas de Oro con 11%.

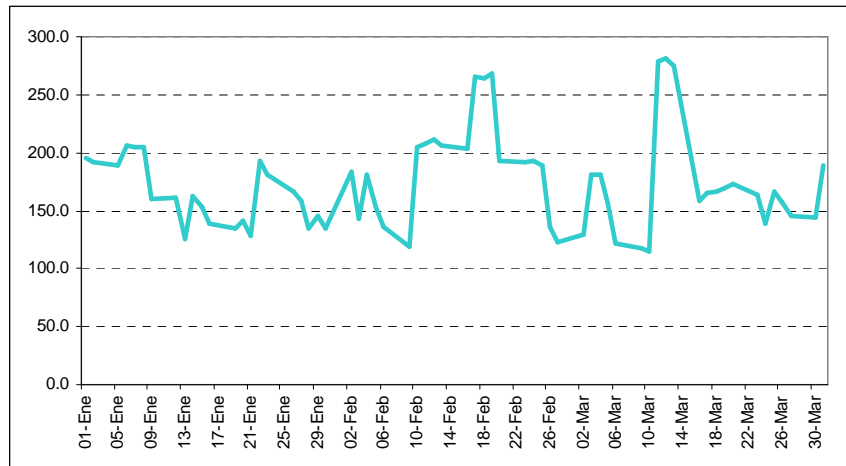
Gráfico N° 18
Estructura de las Reservas Internacionales



3. CAPITAL DE TRABAJO

En el primer trimestre, el saldo diario en el Capital de Trabajo se mantuvo por debajo del límite máximo dispuesto por el Directorio del BCB, con un promedio de USD 174,3 millones, un mínimo de USD 114,5 millones el 10 de marzo y un máximo de USD 281,6 el 19 de marzo (Gráfico N° 19).

Gráfico N° 19
Saldos Diarios del Capital de Trabajo
Primer Trimestre 2009
(En Millones de USD)



El monto total del capital de trabajo al inicio de gestión fue de USD 195,4 millones compuesto por USD 80,5 millones en fondos vista y USD 114,9 millones en bóveda, al final del trimestre el total del capital de trabajo fue de USD 191 millones de los cuales USD 80,4 millones corresponden a fondos vista y USD 110,6 millones a bóveda.

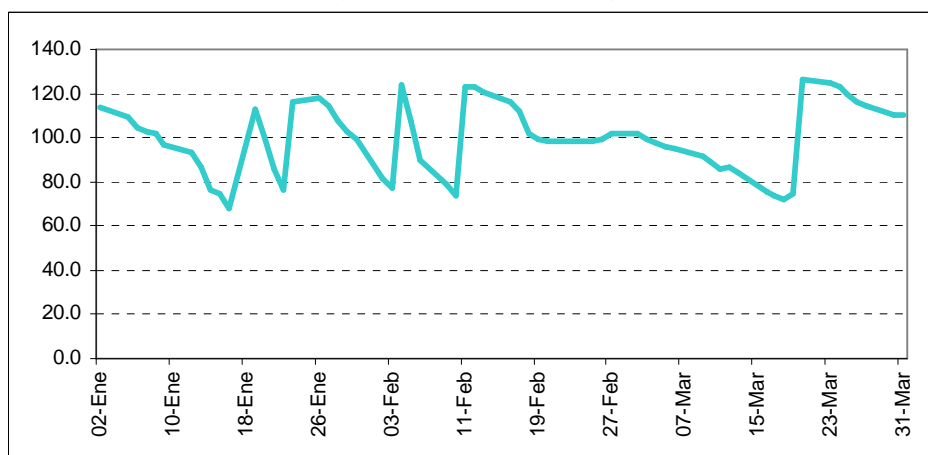
Cuadro N° 2
Saldos Mensuales del Capital de Trabajo
Primer Trimestre 2009
(En millones de USD)

	ENE	FEB	MAR
PROM	164.2	188.7	169.5
MIN	125.3	118.7	114.5
MAX	205.7	268.2	281.6

3.1 Dólares en Billetes en Bóveda del BCB

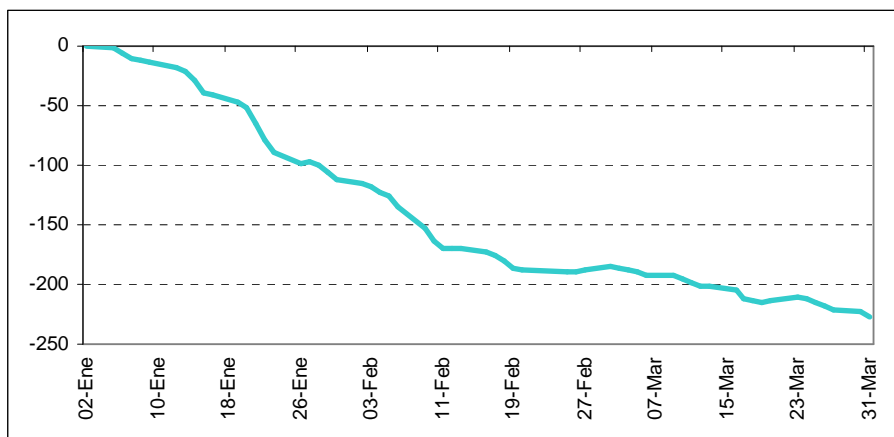
Al inicio del trimestre la disponibilidad de dólares en efectivo en Bóvedas del BCB ascendía a USD 114,9 millones, finalizando el trimestre con USD 110,6 millones, como se observa en el siguiente Gráfico N° 20.

Gráfico N° 20
Saldos de Bóveda
Primer Trimestre 2009
(En millones de USD)



El movimiento diario de bóveda durante el primer trimestre de 2009 muestra fundamentalmente salidas, las cuales ascienden a USD 226,9 millones de las cuales USD 115,3 millones corresponden a enero, 70,2 millones a febrero y USD 41,4 millones a marzo (Gráfico N° 21).

Gráfico N° 21
Variación Diaria Acumulada de Bóveda
Primer Trimestre 2009
(En millones de USD)



Cuadro N° 3
Variación Mensual Acumulada
Primer Trimestre 2009
(En millones de USD)

MENSUAL	ACUMULADA	ACUMULADA POR TRIMESTRE	SALDO EN BÓVEDA
-115.2	-115.2		99.6
-70.2	-185.5		102.0
-41.4	-226.9	-226.9	110.6

El promedio mensual de retiros de dólares en efectivo alcanza a USD 75,6 millones, el máximo retiro se produjo el 6 de febrero ascendiendo a USD 17,4 millones.

Con el objeto de cubrir la salida de billetes, en el primer trimestre, se efectuaron cinco importaciones de billetes por un total de USD 250,0 millones. Asimismo, se efectuaron tres exportaciones de remesas por USD 27,4 millones. El detalle de remesas se muestra en el siguiente Cuadro N° 4.

Cuadro N° 4
Exportación e Importación de Remesas
Primer Trimestre 2009
(En USD)

FECHA	IMPORTACIÓN	EXPORTACIÓN
19-Ene-09	50,000,000.00	
23-Ene-09	50,000,000.00	
02-Feb-09		15,590,000.00
04-Feb-09	50,000,000.00	
05-Feb-09		6,369,000.00
11-Feb-09	50,000,000.00	
18-Feb-09		5,445,000.00
20-Mar-09	50,000,000.00	
TOTAL	250,000,000.00	27,404,000.00

3.2 Evolución de Fondos Vista

A inicios del primer trimestre de 2009 la disponibilidad de Fondos Vista se situó en USD 80,6 millones, por ingreso de fondos se recibieron USD 565,3 millones, destacándose los rubros de YPFB (neto) con USD 414,9 millones, exportaciones USD 52 millones, transferencias para la Empresa Metalúrgica Vinto USD 32,1 millones y desembolsos de créditos externos con USD 27,2 millones.

Los egresos de fondos ascendieron a USD 358,9 millones, destacándose las transferencias netas al fondo RAL por USD 181,2, transferencias netas del Sistema Financiero por USD 99,7, el servicio de deuda externa por USD. 36,8 millones y gastos fiscales por USD 24,9 millones.

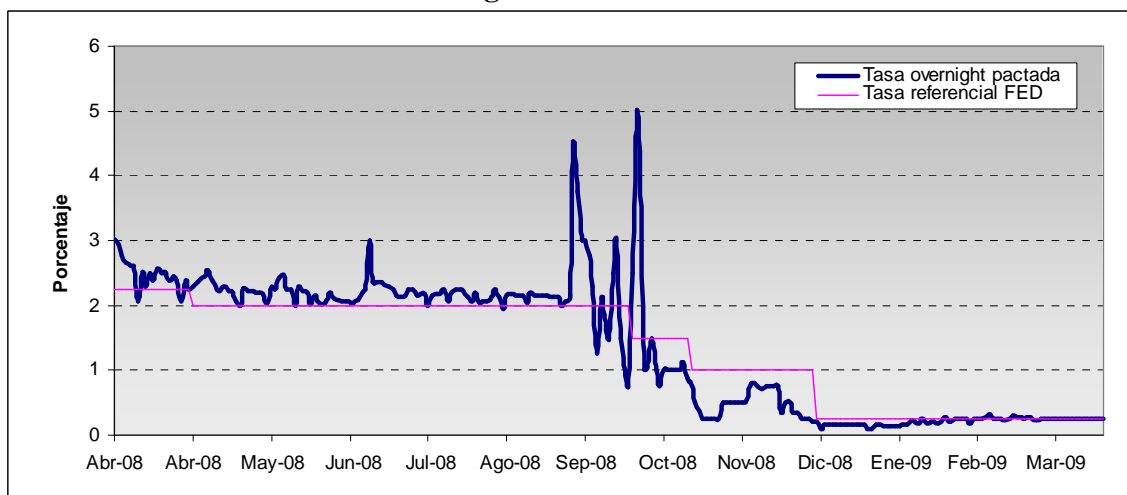
El ingreso neto en el trimestre fue de USD 206,4 millones, se efectuaron remesas netas de importación por USD 222,6 millones y se transfirieron USD 16,1 millones del Capital de Inversión, finalizando el trimestre con un saldo en Fondos Vista de USD 80,4 millones.

Cuadro N° 5
Flujo de Fondos Vista
(En millones de USD)

	1° TRIM 09	4° TRIM 08
Saldo Inicial:	80.5	35.2
<u>Entradas</u>	<u>565.3</u>	<u>715.0</u>
YPFB (neto)	414.9	446.5
Exportaciones	52.0	70.2
Empresa Metalúrgica Vinto	32.1	32.8
Desembolsos de créditos externos	27.2	99.8
Donaciones	17.2	15.7
Otros	14.8	42.0
Pagos ALADI (neto)	7.1	8.0
<u>Salidas</u>	<u>358.9</u>	<u>520.2</u>
Transferencias netas al Fondo RAL	181.2	69.5
Transferencias netas del Sist. Financiero	99.7	337.4
Servicio de Deuda Externa	36.8	78.1
Gastos Fiscales	24.9	16.2
Otros	16.3	19.0
Entrada Neta	206.4	194.8
Remesas Netas de Billetes en USD		
Menos: (Importación)	222.6	-341.1
Más Transferencias Netas del Capital de Inversión	16.1	191.6
Saldo Final	80.4	80.5

Las tasas overnight pactadas para los saldos de los fondos vista durante el primer trimestre de la presente gestión, se mantuvieron en niveles cercanos a la tasa referencial del Fed de 0,25% como se muestra en el Gráfico N° 22. El promedio de depósitos overnight pactados durante el primer trimestre asciende a USD 67 Millones y el promedio de las tasas overnight pactadas es de 0,22%.

Gráfico N° 22
Tasa Overnight Pactada vs. Tasa FED



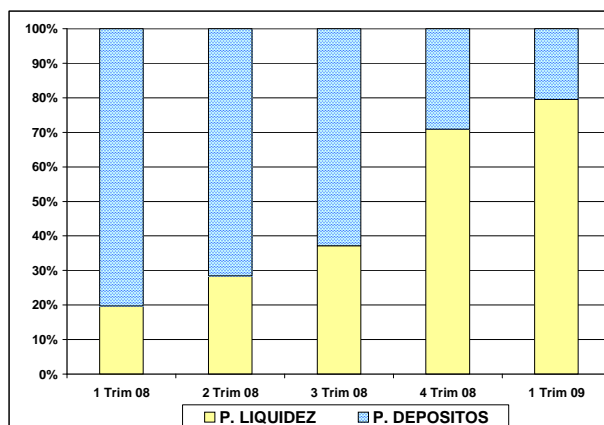
4. CAPITAL DE INVERSION

El Capital de Inversión se mantuvo relativamente estable durante el primer trimestre de 2009, cerrando el periodo en USD 6.682 millones.

Gráfico N° 23
Composición Tramo de Liquidez

La participación del Portafolio de Depósitos (CDs y CPs de bancos) pasó del 25%, a finales de 2008, a 18% del Capital de Inversión al 31 de marzo de 2009 (Gráfico N° 23).

La estructura del Capital de Inversión continúa reflejando la política prudencial del BCB en cuanto a la exposición a riesgos crediticios.



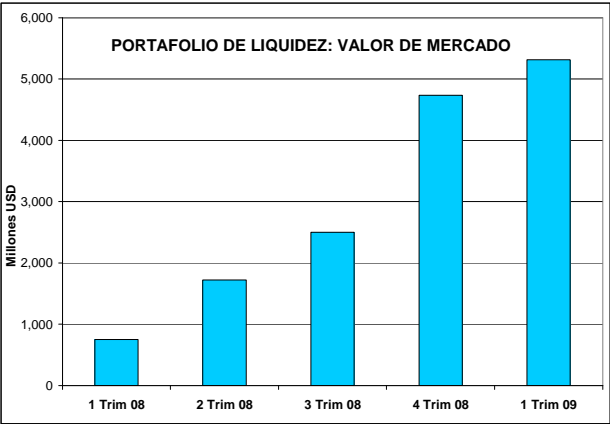
4.1 Portafolio de Liquidez

El Portafolio de Liquidez tuvo un incremento de 12% en su valor de mercado durante el primer trimestre de 2009, pasando de un saldo de USD 4.737 millones al 31 de diciembre de 2008 a un saldo de USD 5.317 millones al 31 de marzo de 2009 (Gráfico N° 24).

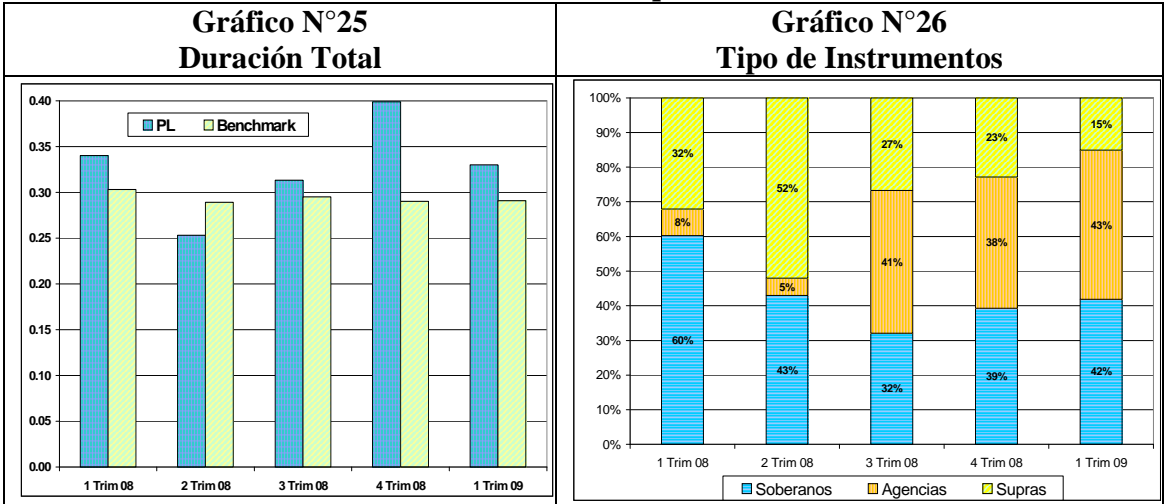
Gráfico N° 24

La estrategia de inversión seguida para el Portafolio de Liquidez durante el primer trimestre de 2009 estuvo orientada en una duración neutral respecto al benchmark y la exposición a instrumentos de spread de agencias soberanas y entidades supranacionales.

En el caso de las Letras del Tesoro, la participación en el portafolio estuvo concentrada en el tramo de 6 a 12 meses como se muestra en el Gráfico N°25.



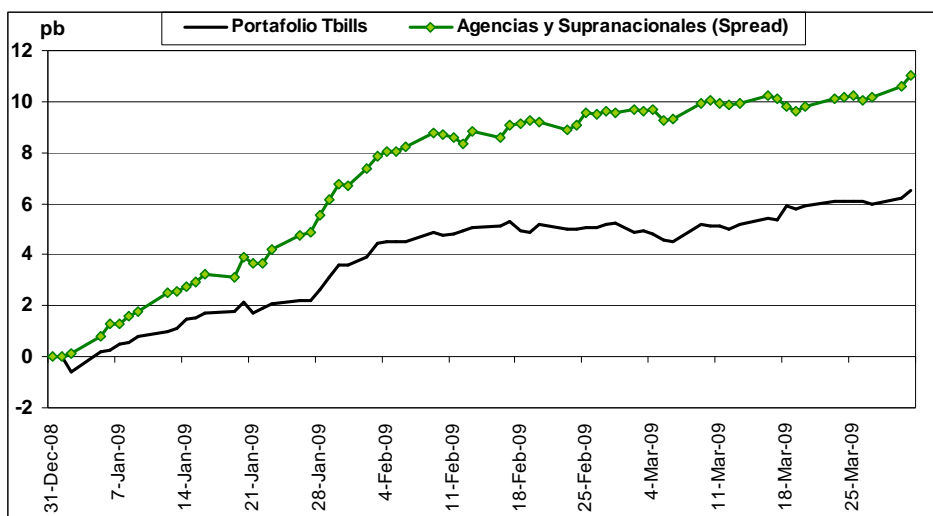
Portafolio de Liquidez



En lo que respecta a la inversión en instrumentos de spread, el Portafolio de Liquidez terminó la gestión con 43% en agencias y 15% en supranacionales como se muestra en el Gráfico N° 26. Los emisores de instrumentos de spread más importantes para el portafolio fueron las agencias francesas CDC (10%) y CADES (10%), seguidas de la agencia alemana KFW (6%) y la agencia estadounidense FHLB (5%). La participación de los supranacionales Banco Interamericano de Desarrollo y Banco de Inversión Europeo es 5% y 6% respectivamente. Se mantiene posiciones de instrumentos soberanos irlandeses por 7%.

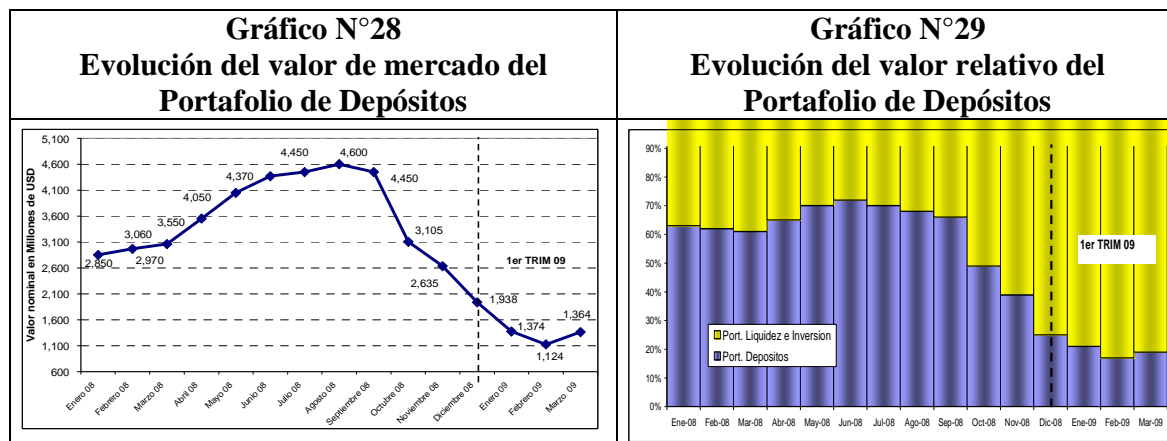
El Portafolio de Liquidez tuvo un rendimiento de 0,23% durante el primer trimestre de 2009, superior en 18 p.b. a su comparador referencial. Este rendimiento en exceso al benchmark fue generado tanto por las posiciones en Letras del Tesoro (11 p.b.) como en instrumentos de spread (7 p.b.) como se muestra en el siguiente gráfico.

Gráfico N°27
Portafolio de Liquidez: Atribución de Desempeño
1er Trimestre 2009



4.2 Portafolio de Depósitos

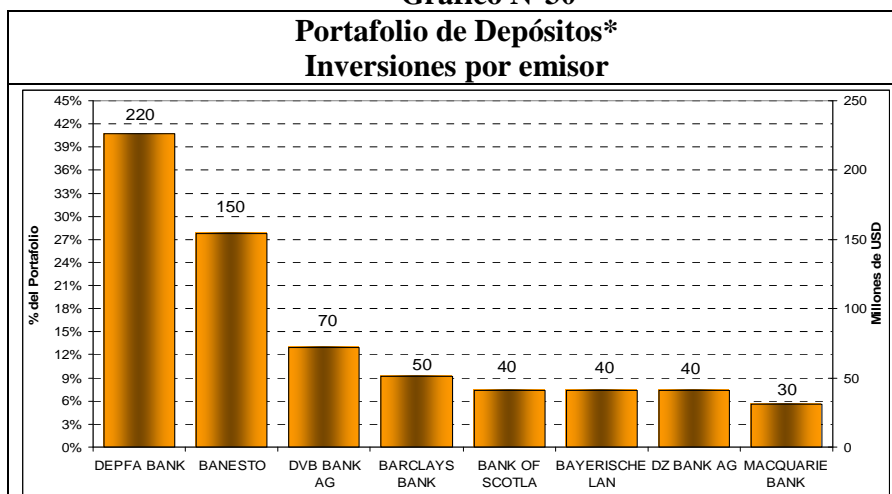
Durante el primer trimestre de 2009, se mantuvo la estrategia de reducción de exposición a la banca comercial internacional y por tanto se continuó con la reducción del tamaño del Portafolio de Depósitos. El valor de mercado del portafolio a diciembre de 2008 fue de USD 1.938 millones y al 31 de marzo de 2009 fue de USD 1.364 millones (Gráfico N° 28).



Con la continua disminución del portafolio, el valor relativo de este pasó de 25% de las reservas en diciembre 2008 a 18% a finales de marzo de 2009 (Gráfico N°29). El número de bancos comerciales internacionales con depósitos del BCB se redujo de 16 a 8, los mismos que se detallan a continuación:

Gráfico N°30

**Portafolio de Depósitos*
Inversiones por emisor**



*Se mantuvieron USD 600 millones en overnight en el Banco Internacional de Pagos (BIS)

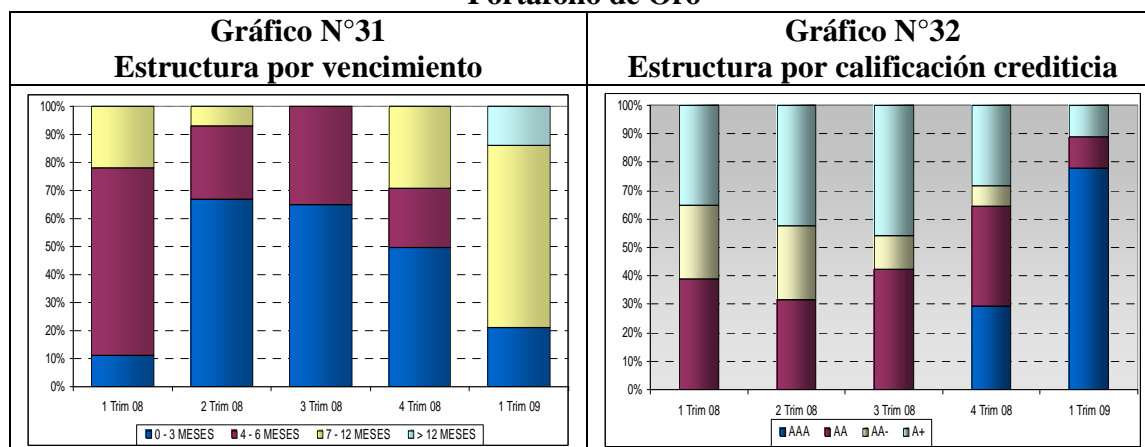
La reducción del portafolio fue efectuada a través de la no reinversión de los vencimientos del portafolio, priorizando seguridad, preservación de capital y liquidez antes que rentabilidad. El impacto de esta medida repercutió en el rendimiento del portafolio obteniendo 10 puntos básicos en exceso respecto al benchmark. Este alto rendimiento muestra la diferencia entre las tasas de retorno a las que se colocaron los depósitos vs. los bajos niveles actuales del mercado.

5. RESERVAS DE ORO

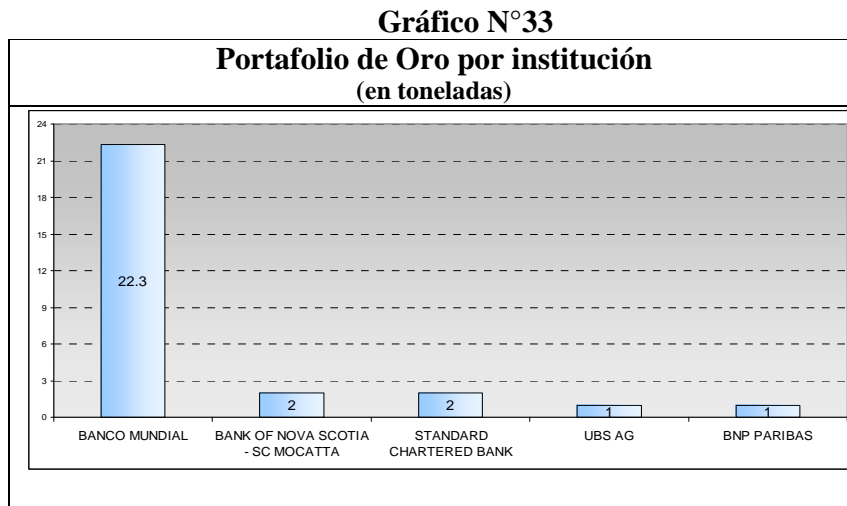
Las reservas de oro se incrementaron en un 4% durante el primer trimestre de 2009, debido a la valoración a precios de mercado. Al 31 de diciembre de 2008 las 28.3 toneladas de oro fueron valoradas en USD 803 millones y al 31 de marzo de 2009 se incrementaron a USD 838 millones.

La estrategia de inversión para este portafolio estuvo orientada a incrementar la calidad crediticia de las inversiones, reduciendo la exposición a bancos comerciales internacionales, por lo que las reinversiones de los vencimientos en este periodo fueron efectuadas en el Banco Mundial a un año y un año y medio.

Portafolio de Oro



El número de bancos comerciales con depósitos de reservas en oro del BCB se redujo de 9 en diciembre de 2008 a 4 durante el primer trimestre de 2009. El mayor porcentaje de depósitos está constituido en el Banco Mundial, seguido por Bank of Nova Scotia, Standard Chartered Bank, UBS y BNP Paribas como se muestra en el siguiente gráfico.



Como resultado de las inversiones efectuadas, el portafolio de oro obtuvo un retorno de 0,12% durante el primer trimestre 2009.

6. FONDO DE ADMINISTRACION DELEGADA RAL

El portafolio RAL durante el primer trimestre de 2009 mostró un incremento de 45% pasando de un valor de mercado a diciembre de 2008 de USD 404 millones a un valor de mercado a marzo de 2009 de USD 569 millones. Este gran incremento del Fondo RAL ME se debe a la implementación del encaje adicional del 30% para depósitos en moneda extranjera del público que entró en vigencia a partir del 26 de enero de 2009.

Al inicio del primer semestre, el Portafolio RAL estuvo compuesto en un 37% por instrumentos del sector bancario que a lo largo del trimestre fue reducido hasta alcanzar el 24% del portafolio. El sector corporativo también fue reducido de 6% a 3% del portafolio. Estas reducciones fueron traducidas en un incremento de títulos soberanos pasando a representar del 24% al 43% del portafolio. Las inversiones en agencias tuvieron una participación importante en el portafolio del 30% durante el trimestre (Gráfico N°34).

Gráfico N°34
Estructura del portafolio por sector 2008

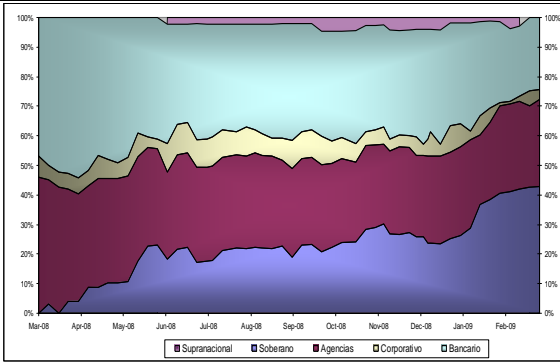
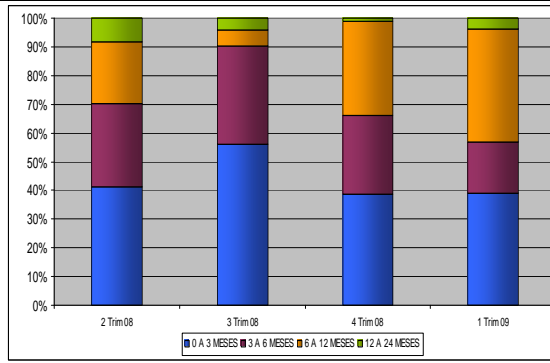


Gráfico N°35
Estructura del portafolio por plazo



Las inversiones con vencimientos de 0 a 3 meses se mantuvieron en un 39% del portafolio desde el 4to trimestre 2008. Durante el primer trimestre de 2009 se pudo apreciar un incremento en los tramos de 6 a 12 meses y 12 a 18 meses respecto al trimestre anterior (Gráfico N°35).

Con esta estrategia principalmente de desviaciones en spread el portafolio RAL tuvo un rendimiento superior al benchmark en 22 p.b. durante el primer trimestre de 2009.

GEV/OMC/RBJVG/AOU/JE

Gabriela Perqueta Vildoza
GABRIELA PERQUETA VILDOZA
JEFE DEL DEPARTAMENTO DE
NEGOCIACIONES DE INVERSION
BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

Ronald O. Pinto Ribera
RONALD O. PINTO RIBERA
GERENTE DE OPERACIONES
INTERNACIONALES a.i.
BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

BANCO CENTRAL DE BOLIVIA
GERENCIA DE OPERACIONES INTERNACIONALES
DEPARTAMENTO DE CONTROL DE INVERSIONES



EVALUACIÓN DE LA INVERSIÓN DE LAS
RESERVAS INTERNACIONALES DEL
BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

ENERO - MARZO

GESTION 2009

9 de abril de 2009

INFORME TRIMESTRAL DE DESEMPEÑO Y RIESGOS DE LAS INVERSIONES DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

ENERO – MARZO DE 2009

RESUMEN EJECUTIVO

1. El 17 de marzo de 2009, el Directorio mediante R.D. 025/2009 modificó el Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales incluyendo un nuevo portafolio en euros sin cobertura al dólar estadounidense esperando los beneficios de la diversificación en el mediano y largo plazo.
2. El Comité de Reservas Internacionales en fecha 19 de marzo de 2009, autorizó la inversión en los portafolios de Depósitos y Oro en contrapartes bancarias que adicionalmente a las calificaciones mínimas establecidas en el Reglamento, tengan una calificación de soporte de 1, calificación individual igual o superior a B/C y calificación base de soporte igual o superior a A-. Adicionalmente se limitó la inversión en Portafolio de Depósitos a 10% del Capital de Inversión y 10% por institución en dicho portafolio.
3. El Departamento de Control de Inversiones certifica que todos los lineamientos y límites de inversión establecidos para los portafolios de inversión de las Reservas Internacionales y el Fondo Ral ME fueron cumplidos en el periodo enero-marzo 2009.
4. La exposición al sector bancario se redujo de 29% a 21%, se incrementó la exposición en el sector soberano (títulos de gobierno) de 26% a 33% y levemente en el sector agencias (32%) y supranacional (13%).
5. Con un capital promedio de USD 7,527.1 millones, se generaron ingresos por USD 23.1 millones. El retorno de las Reservas Monetarias Internacionales fue de 0.33% y del total general incluyendo Reservas de Oro alcanzó a 0.31% mayor al comparador referencial en 16 p.b. y 14 p.b respectivamente.
6. En el trimestre enero - marzo de 2009, el Fondo RAL - ME presentó un retorno de 0.28%, siendo superior al retorno del índice de referencia (benchmark) en 22 p.b.

1. Cumplimiento de lineamientos de inversión

Mediante R.D. N° 102/2008 de fecha 22 de julio de 2008 el Directorio del Banco Central de Bolivia (BCB) aprobó el nuevo Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales estableciendo los lineamientos de inversión con una visión de mediano plazo.

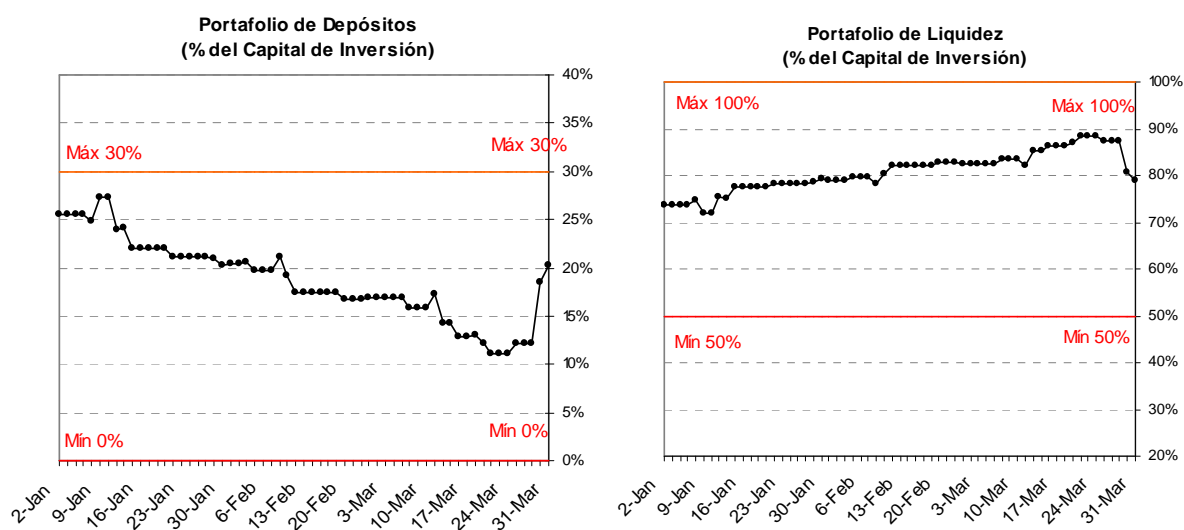
El 17 de marzo de 2009, mediante R.D. 025/2009 se modificó este Reglamento incorporando un Portafolio Euro sin cobertura al dólar estadounidense esperando los beneficios de la diversificación en el mediano y largo plazo.

Dentro del marco del Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales, el Comité de Reservas Internacionales (CRI) aprobó los lineamientos trimestrales de inversión para el periodo enero-marzo 2009 estableciendo el nivel mínimo y máximo del Capital de Trabajo y la estructura referencial de los portafolios sobre el Capital de Inversión como se resume a continuación:

Fecha / Portafolio	Límite en millones de USD		Límites sobre el Capital de Inversión							
	Capital de Trabajo		Depósitos		Liquidez		Inversión		Euro	
	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo
IV Trim 08	100	300	0%	40%	45%	100%	0%	10%	---	---
I trim 09	100	300	0%	30%	50%	100%	0%	5%	---	---
II trim 09	100	350	0%	10%	75%	93%	0%	5%	7%	10%

Al respecto, el Departamento de Control de Inversiones (DCI) certifica que en todas y en cada una de las inversiones de las Reservas Internacionales en los portafolios bajo administración directa del BCB, se cumplieron las normas, límites y lineamientos de inversión establecidos por el Directorio del BCB y por el CRI.

A continuación se muestra los límites y evolución de los Portafolios de Depósitos y Liquidez.



2. Indicadores de Desempeño

2.1. Estructura de fondos

En el primer trimestre de 2009, el total de fondos aumentó en USD 36.6 millones (0,5%)

El Capital de Trabajo disminuyó en USD 4.4 millones y el Capital de Inversión aumentó en USD 6.7 millones. El oro aumentó en USD 35.6 millones, tal como se observa en el siguiente cuadro.

Estructura de fondos
Al 31 de diciembre de 2008 y al 31 de marzo de 2009
(En millones de USD)

		SALDO AL 31 - Dic - 08		SALDO AL 31 - Mar - 09		DIFERENCIA	
		Inversión	Participación Porcentual	Inversión	Participación Porcentual	Variación Absoluta	Variación Porcentual
1)	Billetes	114.9	1.5%	110.6	1.4%	-4.3	-3.7%
2)	Depósitos Vista	80.6	1.0%	80.4	1.0%	-0.1	-0.2%
Capital de trabajo		195.4	2.5%	191.0	2.5%	-4.4	-2.3%
3)	Portafolio de Liquidez	4,736.8	61.4%	5,316.7	68.6%	579.9	12.2%
4)	Portafolio de Depósitos	1,938.4	25.1%	1,365.2	17.6%	-573.2	-29.6%
Capital de Inversión		6,675.3	86.5%	6,681.9	86.2%	6.7	0.1%
Total Reservas Monetarias		6,870.7	89.0%	6,872.9	88.7%	2.2	0.0%
5)	Oro	802.6	10.4%	838.2	10.8%	35.6	4.4%
6)	DEG's	42.3	0.5%	41.1	0.5%	-1.2	-2.9%
Total Oro y DEG's		844.9	11.0%	879.2	11.3%	34.3	4.1%
TOTAL FONDOS		7,715.6	100.0%	7,752.2	100.0%	36.6	0.5%

2.2. Desempeño de las Reservas Internacionales

Con un capital promedio de USD 7,527.1 millones, se generaron ingresos por USD 23.1 millones.

El retorno de las Reservas Monetarias Internacionales fue de 0.33% y del total general incluyendo Reservas de Oro alcanzó a 0.31% mayor al comparador referencial en 16 p.b y 14 p.b. respectivamente.

Retorno e ingresos por la Inversión de las Reservas Internacionales (*)
Periodo enero - marzo de 2009

		Inversión Promedio (Miles de USD)	Ingresos (Miles de USD)	Rendimiento	Benchmark ⁽²⁾	Dif. en pb
1)	Depósitos Vista	5,068	0	0.01%		
2)	Depósito Overnight Pactado	64,388	36	0.06%		
Capital de Trabajo		69,456	36	0.05%	0.05%	
3)	Portafolio de Liquidez	5,430,590	12,603	0.23%	0.06%	18
4)	Portafolio de Depósitos	1,262,893	9,551	0.76%	0.64%	11
Capital de Inversión		6,693,484	22,154	0.33%	0.17%	16
Total Reservas Monetarias		6,762,940	22,191	0.33%	0.17%	16
5)	Oro ⁽¹⁾	764,174	915	0.12%		
Total Oro		764,174	915	0.12%	0.12%	
Total General		7,527,114	23,105	0.31%	0.16%	14

* Rendimiento no anualizado

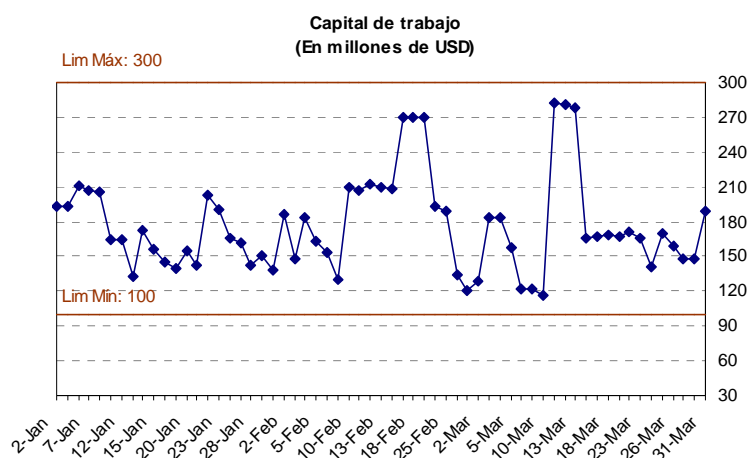
⁽¹⁾ La tasa de rendimiento no incorpora variaciones de precio del oro.

⁽²⁾ El Capital de Trabajo y el Portafolio de Oro no tienen benchmark, sin embargo, para fines comparativos se toma el retorno de estos portafolios para obtener el benchmark agregado para el total de Reservas Monetarias y el Total General.

El retorno total y los ingresos por la inversión de las Reservas Internacionales en el primer trimestre de 2009 muestran una disminución respecto a los trimestres de la gestión pasada debido a las bajas tasas de interés en el mercado internacional y al aumento de la aversión al riesgo resultado de la crisis financiera internacional. Sin embargo, el resultado obtenido por la gestión de los portafolios muestra un retorno superior, los resultados comparativos se presentan en el siguiente cuadro.

Año	Rendimiento					Ingresos (En miles de USD)		
	Reservas Monetarias Internacionales	Reservas de Oro	Total	Benchmark Total	Diferencia (pb)*	Reservas Monetarias Internacionales	Reservas de Oro	Total
I -trim / 2008	1.67%	0.03%	1.49%	1.43%	6	77,818	182	78,000
II -trim / 2008	0.58%	0.04%	0.53%	0.47%	5	29,523	278	29,801
III -trim /2008	0.77%	0.06%	0.70%	0.69%	2	50,428	426	50,854
IV -trim /2008	0.90%	0.12%	0.82%	0.61%	21	57,876	893	58,769
2008	3.47%	0.26%	3.15%	2.87%	28	215,646	1,778	217,424
I -trim / 2009	0.33%	0.12%	0.31%	0.16%	14	22,191	915	23,105

2.3. Capital de Trabajo



Los niveles del Capital de Trabajo se mantuvieron entre los límites mínimo (USD 100 millones) y máximo (USD 300 millones) aprobados por el CRI en fecha 18 de diciembre de 2008.

Las operaciones de overnight en el Capital de Trabajo obtuvieron un retorno de 0.05% en el trimestre enero – marzo de 2009

2.4. Capital de Inversión - Tramo de Liquidez

2.4.1. Portafolio de Liquidez

Desempeño del Portafolio de Liquidez

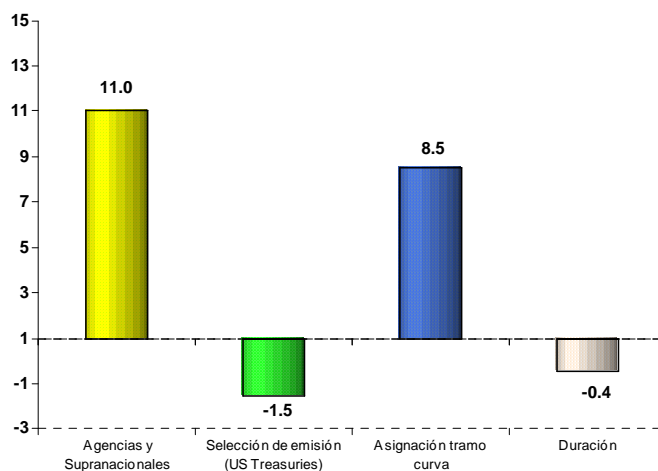
	Trimestre ene - mar 2009	Error de réplica (TE) en pb
Portafolio	0.23%	41
Benchmark (ML G0B2)	0.06%	
Diferencia (pb)	18	

Durante el primer trimestre de 2009, el portafolio de Liquidez presentó un retorno de 0.23%, siendo superior al retorno del índice de referencia (benchmark) G0B2 en 18 p.b. A fines de marzo de 2009, este portafolio presentaba un error de réplica ex – post de 41 p.b., lo cual indica que bajo un nivel de confianza del 68%, la desviación máxima del exceso de retorno (riesgo activo que efectivamente se asumió) del portafolio con respecto a su comparador sería 41 p.b. en un horizonte de un año.

La mayor contribución al retorno obtenido en el primer trimestre de 2009 corresponde a las inversiones en instrumentos emitidos por agencias y entidades supranacionales que obtuvieron para el portafolio un retorno de 11 p.b. por encima del comparador. En segundo lugar se encuentran las decisiones de asignación de tramo de inversión, particularmente las inversiones en el tramo de 6-9 meses de la curva que contribuyeron con un retorno mayor

que el benchmark (inversiones en el tramo 3-6 meses) en 8.5 p.b., tal como se observa en el siguiente gráfico.

**Atribución del retorno del Portafolio de Liquidez
Enero a Marzo de 2009
(En puntos básicos)**



2.4.2. Portafolio de Depósitos

Desempeño del Portafolio de Depósitos

	<i>Trimestre ene - mar 2009</i>	<i>Error de réplica (TE) en pb</i>
Portafolio	0.76%	5
Benchmark (LIBID 6 meses)	0.64%	
Diferencia (pb)	11	

En el trimestre enero - marzo de 2009, el portafolio de Depósitos presentó un retorno de 0.76%, superior al retorno del índice de referencia (benchmark) LIBID 6 meses en 11 p.b. A fines de marzo de 2009, este portafolio presentaba un error de réplica ex – post de 5 p.b., lo cual indica que bajo un nivel de confianza del 68%, la desviación máxima del exceso de retorno (riesgo activo que efectivamente se asumió) del portafolio con respecto a su comparador sería de 5 p.b. en un horizonte de un año.

Es importante notar que durante el trimestre no se efectuaron nuevas inversiones en este portafolio y el retorno obtenido corresponde a constituciones efectuadas en la gestión 2008 y que se mantienen a vencimiento.

2.5. Portafolio de Oro

En el primer trimestre de 2009, las inversiones en el Portafolio de Oro fueron exclusivamente en depósitos a plazo fijo con vencimientos de 1 y 1,5 años. En este periodo, el portafolio de Oro presentó un retorno de 0.12%.

Retorno del portafolio de Oro

	<i>Trimestre ene - mar 2009</i>
Portafolio	0.12%

3. Exposición a riesgos financieros

3.1. Probabilidad de retornos negativos

Se utilizó un modelo de simulación con datos históricos de los benchmarks o portafolios de referencia definidos en el Reglamento con la finalidad de calcular la probabilidad de retornos negativos de la inversión de las Reservas Monetarias Internacionales considerando la estrategia de inversión de corto plazo propuesta para el primer trimestre de 2009.

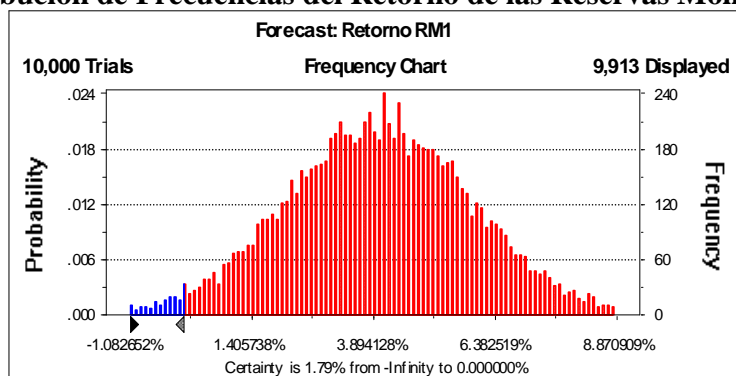
La estructura referencial de los portafolios del capital de inversión presentada por la Subgerencia de Reservas al CRI en fecha 17 de diciembre de 2008 establecía una solución promedio para un horizonte de corto plazo que maximizaba el retorno total de las inversiones de las Reservas Monetarias Internacionales de acuerdo con el siguiente detalle

Estructura referencial de los portafolios del capital de inversión Primer trimestre de 2009

Tramo	Portafolio	Estructura
Liquidez	Portafolio Liquidez	60%
	Portafolio Depositos	30%
Inversión	Portafolio Inversion	5%
	Portafolio Global	5%

Se realizaron 10,000 simulaciones tomando en cuenta la matriz de correlaciones entre los benchmarks de cada portafolio bajo el supuesto de normalidad de las series. Los resultados indicaron que la probabilidad *ex ante* de obtener retornos negativos en 1 año era de 1,79%, probabilidad menor al que establecía el Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales (4%) en la fecha de referencia. El siguiente gráfico ilustra los resultados obtenidos.

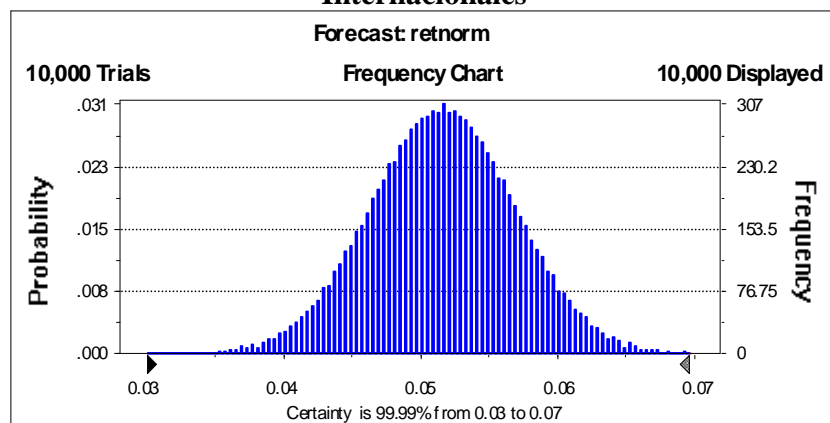
Distribución de Frecuencias del Retorno de las Reservas Monetarias



Se efectuaron nuevas simulaciones con los retornos diarios anuales efectivamente alcanzados por la inversión de las Reservas Monetarias Internacionales considerando los portafolios de Liquidez y Depósitos dado que no se tenían posiciones en el Portafolio de Inversiones y Global. Se consideraron retornos anuales desde enero de 2006 a diciembre de 2008, ninguna de las 646 observaciones fue negativa.

De la simulación bajo el supuesto de normalidad de la serie de retornos históricos, se tiene que la probabilidad de obtener retornos negativos en un año es “cero” y el mínimo valor posible es 3%, retorno anual positivo bajo un nivel de confianza del 100%, lo cual es concordante con la estructura de los portafolios, las posiciones que se encuentran en el tramo de liquidez y el vencimiento de las inversiones es a corto plazo, tal como se ilustra en el siguiente gráfico.

Distribución de frecuencias de los retornos de las Reservas Monetarias Internacionales



3.2. Riesgo de tasas de interés – Duración

En el trimestre de enero a marzo de 2009, todas las inversiones en el Tramo de Liquidez tanto en el Portafolio de Depósitos como de Liquidez se efectuaron con plazos máximos de 1 año por instrumento.

3.3. Riesgo crediticio

Como resultado de la crisis financiera internacional se incrementó el número de bancos predominantemente en Europa y en Estados Unidos que solicitaron ayuda a sus gobiernos. Durante el primer trimestre de la presente gestión, se ha mantenido la intervención gubernamental orientada a promover la estabilidad financiera y devolver la confianza a los inversionistas.

El 20% del total de los emisores que califica Fitch sufrieron disminuciones de calificación el 2008, el 2007, este porcentaje fue de 8.6% y en su mayoría en Estados Unidos y Europa. En opinión de Fitch, debido a los alcances y la profundidad de la recesión económica y en particular, debido a un periodo de presión para las instituciones financieras más grandes e importantes del mundo, la tendencia a la disminución de las calificaciones de las corporaciones continuará el 2009.

Las categorías de calificación AA y A reportaron tasas de disminución de calificación de 21.8% y 8% respectivamente el 2008. En el primer caso (AA) principalmente debido a la crisis financiera y fue el porcentaje más alto reportado por Fitch para esta categoría en cerca de dos décadas. La probabilidad de default en un año se incrementó en las categorías AA y A, a la fecha estas probabilidades son de 0.04% y 0.09% respectivamente considerando información histórica del periodo 1990-2008.

En opinión de Fitch, entre las economías avanzadas, el soporte del sector financiero y las facilidades fiscales de tipo discrecional y cíclico por las recesiones económicas incrementarán sustancialmente el peso de la deuda gubernamental. Es posible que el deterioro estructural y las finanzas públicas no se corrijan por acciones de política pero pueden afectar sobre las calificaciones de riesgo crediticio soberano en el futuro. Fitch espera una recuperación económica a partir del segundo trimestre de 2010.

Las perspectivas de Fitch con respecto a los sistemas bancarios de Estados Unidos y Europa se mantienen negativas para la gestión 2009 debido a las elevadas pérdidas que estas instituciones están reportando como consecuencia de sus inversiones en activos tóxicos, persistiendo las presiones sobre los gobiernos para otorgar liquidez y capital como soporte para sus sistemas bancarios.

La ayuda gubernamental ha tenido efectos positivos en los niveles de calificación de riesgo crediticio de la banca, estabilizando las perspectivas (outlooks), mejorando las calificaciones de soporte y base de soporte, no obstante las calificaciones individuales han sufrido reducciones en algunos casos a pesar de mantener adecuados niveles de calificación de riesgo crediticio de largo plazo.

3.3.1. Calificaciones individual y de soporte

Debido al incremento de la aversión al riesgo y las pérdidas generadas por el sector bancario, el CRI autorizó el uso de calificaciones de riesgo crediticio adicionales a la calificación de riesgo de emisor de las contrapartes para reforzar el monitoreo y control de este riesgo.

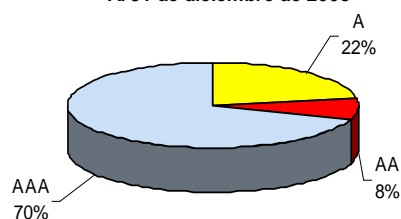
Al respecto, en fecha 19 de marzo de 2009 autorizó nuevas inversiones en los portafolios de Depósitos y Oro en contrapartes bancarias que tengan una calificación de soporte de 1, calificación individual igual o superior a B/C y calificación base de soporte igual o superior a A-. Estas calificaciones permiten analizar y monitorear el soporte con que cuenta cada institución financiera sea del gobierno o de una entidad matriz y la fortaleza financiera que tiene de forma individual sin ayuda externa.

A la fecha, las posiciones que se mantienen en el sector bancario se encuentran en entidades que cumplen con las calificaciones de emisor, individual, de soporte y base de soporte mínimas requeridas por el Directorio y el CRI.

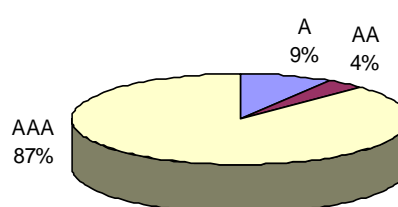
3.3.2. Composición por calificación de riesgo crediticio

- Reservas Monetarias Internacionales

Composición por calificación de riesgo crediticio
Al 31 de diciembre de 2008



Composición por calificación de riesgo crediticio
A 31 de marzo de 2009



Se ha mantenido la estrategia de reducción de riesgo crediticio disminuyendo la exposición en el sector bancario. Es así que las inversiones con calificación de riesgo “A” se redujeron de 22% en diciembre de 2008 a 9% en marzo de 2009 de las Reservas Monetarias Internacionales y se incrementaron las inversiones en títulos de gobiernos, agencias y entidades supranacionales que tienen calificación AAA, y cuya participación a fines de marzo de 2009 alcanzó a 87%, lo cual refleja la alta calidad crediticia de las inversiones de las Reservas Monetarias Internacionales.

Cabe notar además que todas las inversiones de las Reservas Monetarias Internacionales tienen como plazo máximo 1 año, y que por norma vigente, deben contar con la máxima calificación de riesgo crediticio de corto plazo (F1 / F1+) según la escala de Fitch Ratings.

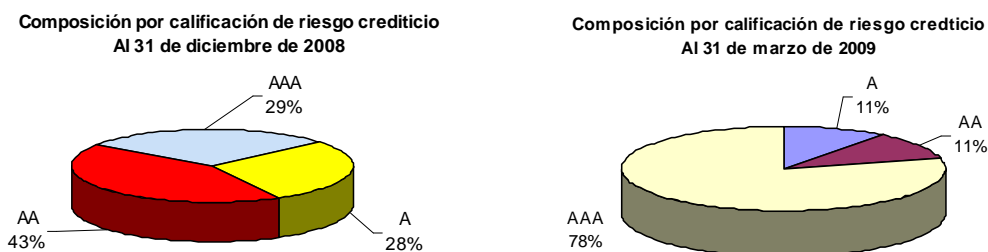
Como consecuencia de la crisis financiera internacional, dos de las contrapartes autorizadas en las cuales se mantuvieron posiciones durante el primer trimestre presentaron una disminución en su calificación de largo plazo. Sin embargo, considerando el plazo de vencimiento de las inversiones efectuadas en la gestión 2008, las calificaciones de estas inversiones son iguales a F1+ y a la fecha todas las contrapartes bancarias cumplieron con el pago del principal e intereses al vencimiento de las inversiones.

Cambios de calificación de riesgo crediticio de largo y corto plazo

Banco	País	Largo Plazo		Corto Plazo	
		Dec-08	Mar-09	Dec-08	Mar-09
Bank of Scotland Plc	Inglaterra	AA	AA-	F1+	F1+
Barclays Bank PLC	Inglaterra	AA	AA-	F1+	F1+

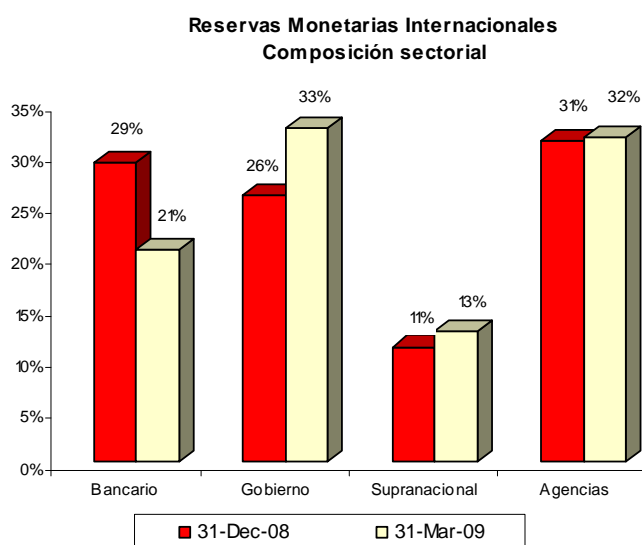
- Reservas de Oro

Durante el primer trimestre de 2009, las inversiones de las reservas de Oro mejoraron la calidad crediticia al incrementar, de 29% a 78% al 31 de marzo de 2009 las posiciones en el Banco Mundial que tiene una calificación de AAA, y se redujo la exposición a instituciones bancarias con calificaciones de AA y A hasta alcanzar porcentajes cercanos al 11%.



3.3.3. Composición sectorial de los portafolios

En lo que respecta a la composición sectorial, en relación al último trimestre de la gestión pasada, la exposición al sector bancario se redujo de 29% a 21%, se incrementó la exposición en el sector soberano (títulos de gobierno) de 26% a 33% y levemente en el sector supranacional (13%) y agencias (32%) que tienen una mejor calidad crediticia que el sector bancario. El siguiente gráfico presenta la exposición a los diferentes sectores de inversión:



Los instrumentos autorizados en los cuales se realizaron las inversiones y se mantuvieron posiciones durante el primer trimestre de 2009 fueron en títulos emitidos por gobiernos y sus agencias, supranacionales, certificados de depósito, floaters de corto plazo y papeles comerciales.

3.4. Riesgo de concentración

Sector / emisor	Límite % de las RMI	Máximo invertido primer trimestre 2009	Cumplimiento
Gobierno	100%	36%	SI
Agencias	70%	38%	SI
Por agencia	15%	9%	SI
Supranacional	70%	22%	SI
Por supranacional	15%	10%	SI
Bancario global	70%	29%	SI
Por emisor bancario	10%	5%	SI

Todos los límites de inversión por sector y por emisor establecidos por el Directorio para la inversión de las Reservas Monetarias Internacionales se cumplieron durante el primer trimestre de 2009.

El límite de inversión establecido por emisor bancario para el Portafolio de Oro se cumplió en el primer trimestre de la presente gestión, alcanzando un máximo de 18%.

4. Portafolio bajo administración delegada

En el primer trimestre de 2009, el DCI certifica que el Administrador Delegado Western Asset Management (WAM) que administra el Fondo RAL - ME cumplió con todos los lineamientos de inversión establecidos.

4.1. Desempeño del Fondo RAL - ME

	<i>Trimestre ene - mar 2009</i>
Portafolio	0.28%
Benchmark (ML G0B2)	0.06%
Diferencia (pb)	22

En el trimestre enero - marzo de 2009, el Fondo RAL - ME presentó un retorno de 0.28%, siendo superior al retorno del índice de referencia (benchmark) G0B2 en 22 p.b.

4.2. Riesgo de tasas de interés

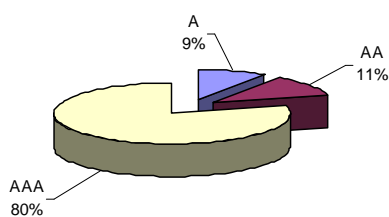
La duración máxima del portafolio en el primer trimestre de 2009 fue de 0.45 años, por debajo del límite que es de 0,80 años.

4.3. Riesgo crediticio

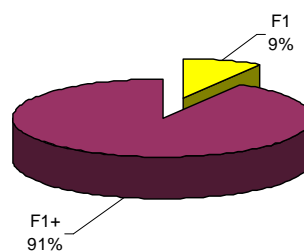
4.3.1. Composición por calificación de riesgo crediticio

Al 31 marzo de 2009, la exposición del Fondo RAL en ME al riesgo crediticio es baja dada la mayor participación de las inversiones calificadas como AAA (80%) en el portafolio, las inversiones calificadas como A equivalen a 9% y las inversiones de corto plazo con la máxima calificación de riesgo (F1+) representan el 91% del portafolio tal como se presenta en los siguientes gráficos.

Composición por calificación de riesgo crediticio de largo plazo



Composición por calificación de riesgo crediticio de corto plazo



4.3.2. Composición sectorial

Durante el primer trimestre de 2009, la exposición al sector bancario disminuyó de 37% a 26%, la inversión en títulos soberanos se incrementó de 24% a 41% y en agencias gubernamentales alcanzó a 29% del portafolio tal como se presenta en el siguiente cuadro.

Exposición por sector de inversión – Fondo Ral ME

SECTOR	2008	2009
	IV Trim	I Trim
SOBERANO	24%	41%
AGENCIAS	30%	29%
BANCARIO	37%	26%
CORPORATIVO NO BANCARIO	6%	3%
SUPRANACIONAL	4%	2%

4.4. Riesgo de concentración

	Límites (*)	Máximo alcanzado en el primer trimestre
Riesgo Corporativo no Bancario	10% del Fondo RAL	9%
Inversiones por Institución no bancaria	3% del Fondo RAL	3%
Riesgo Supranacional	20% del Fondo RAL	4%
Riesgo Corporativo Bancario	40% del Fondo RAL	39%
Inversiones por Institución Bancaria	5% del Fondo RAL	4%
Inversiones en Agencias Gubernamentales	30% del Fondo RAL	30%

(*) Límites establecidos en el nuevo contrato vigente a partir del 1º julio de 2008

Todos los límites de inversión por sector y por emisor se cumplieron en el trimestre enero a marzo de 2009.


 VARINIA S. TINDAL FELIPEZ
 JEFE DEL DEPARTAMENTO DE
 CONTROL DE INVERSIONES
 BANCO CENTRAL DE BOLIVIA


 RONALD O. PINTO RIBERA
 GERENTE DE OPERACIONES
 INTERNACIONALES s.i.
 BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

NTF/ACT/HMC/JVR