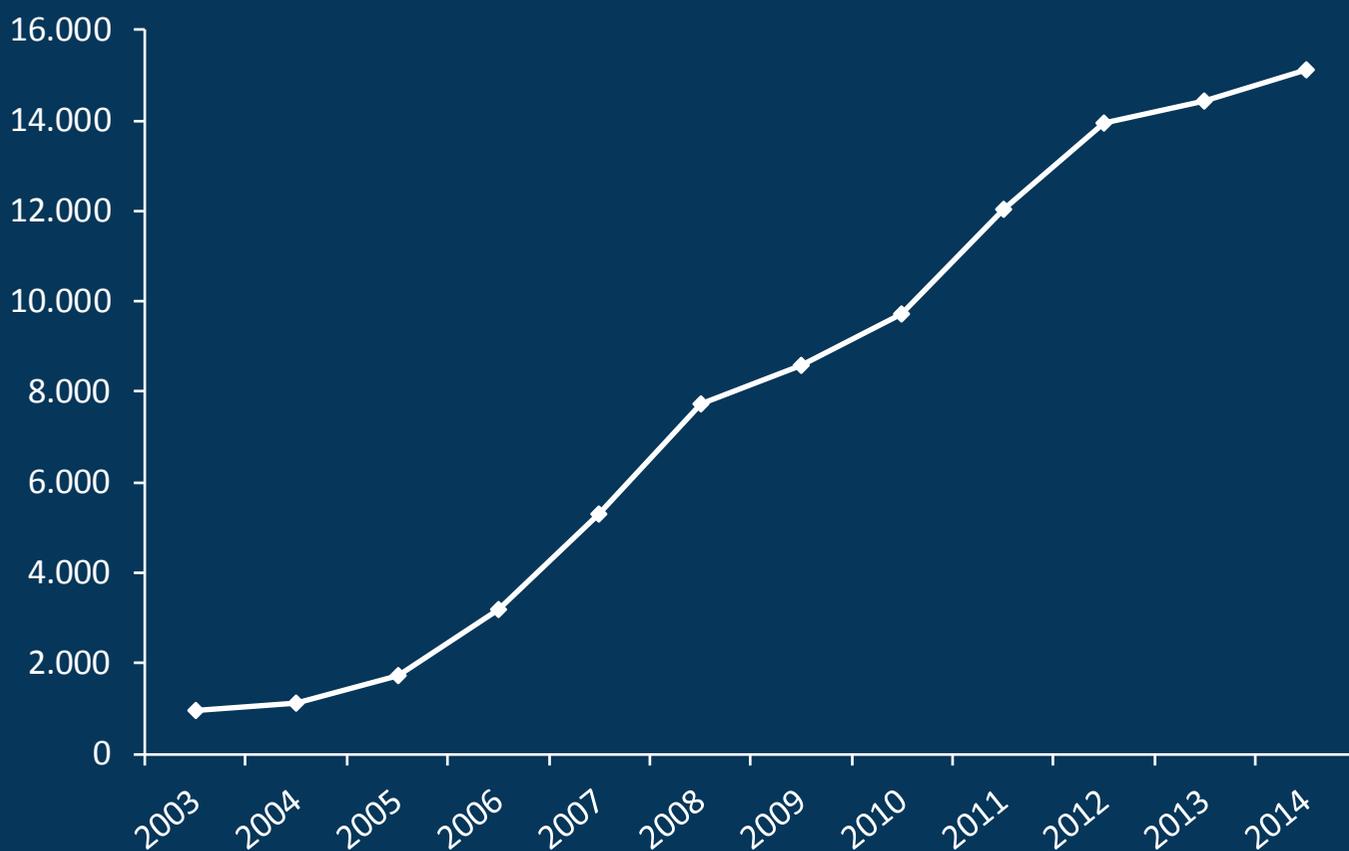


ADMINISTRACIÓN *de las* RESERVAS INTERNACIONALES

GESTIÓN 2014



Banco Central de Bolivia

Administración de las Reservas Internacionales
Gestión 2014

400 copias impresas

Fecha de publicación: marzo 2015

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

Contenidos Banco Central de Bolivia
Edición: Gerencia de Operaciones Internacionales
Diseño de Impresión: Subgerencia de Comunicación y Relacionamento Institucional
Impreso en: Editorial Quatro Hnos.

El contenido de este informe puede ser reproducido respetando los derechos de autoría. Para preguntas y comentarios, contactar a: gergueta@bcb.gob.bo

ADMINISTRACIÓN *de las*
RESERVAS
INTERNACIONALES

GESTIÓN 2014

Banco Central de Bolivia
Gerencia de Operaciones Internacionales

Índice

| | |
|--|----|
| 1. RESUMEN EJECUTIVO..... | 7 |
| 2. EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DEL BCB..... | 8 |
| 2.1. Evolución de las reservas internacionales..... | 8 |
| 2.2. Variación de las reservas internacionales netas..... | 9 |
| 2.3. Flujo de ingresos y egresos de las reservas internacionales..... | 9 |
| 2.4. Ratios de Cobertura de las Reservas Internacionales..... | 10 |
| 3. ESTRUCTURA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES..... | 12 |
| 3.1. Estructura por Portafolio..... | 12 |
| 3.2. Estructura por Monedas y Oro..... | 13 |
| 4. GESTION Y RESULTADOS DE LA INVERSION DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES..... | 15 |
| 4.1. Entorno internacional..... | 15 |
| 4.2. Reservas Monetarias y de oro: estrategias, rendimiento obtenido y su comparación con benchmarks..... | 23 |
| 4.2.1. Tramo Precautorio..... | 23 |
| 4.2.1.1. Capital de Trabajo..... | 23 |
| 4.2.1.2. Portafolio de Liquidez..... | 25 |
| 4.2.2. Tramo de Inversión..... | 27 |
| 4.2.2.1. Portafolio de mediano plazo 0-5 años..... | 27 |
| 4.2.2.2. Portafolio de mediano plazo 0-3 años (externo)..... | 28 |
| 4.2.2.3. Portafolio de TIPS..... | 31 |
| 4.2.2.4. Portafolio Global..... | 32 |
| 4.2.2.5. Inversiones en euros..... | 32 |
| 4.2.2.6. Inversiones en dólares australianos..... | 34 |
| 4.2.2.7. Inversiones en dólares canadienses..... | 36 |
| 4.2.2.8. Inversiones en Renminbis Chinos..... | 38 |
| 4.2.3. Portafolio Oro..... | 40 |
| 4.3. Resultados de la inversión de las Reservas Internacionales..... | 42 |
| 5. GESTIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS..... | 44 |
| 5.1. Cumplimiento de normas y límites..... | 44 |
| 5.2. Riesgo crediticio..... | 44 |
| 5.2.1. Composición por calificación de riesgo crediticio..... | 44 |
| 5.2.2. Cambios en la calificación crediticia de las contrapartes del BCB..... | 45 |
| 5.2.3. VaR crediticio..... | 45 |
| 5.2.4. Composición por sector..... | 45 |
| 5.2.5. Composición por país..... | 46 |
| 6. ADMINISTRACION DEL PORTAFOLIO RAL-ME..... | 48 |
| 7. PORTAFOLIO FINPRO..... | 51 |
| 8. PERSPECTIVAS PARA EL 2015..... | 54 |
| GLOSARIO DE TÉRMINOS..... | 55 |
| ABREVIACIONES..... | 59 |

1. Resumen Ejecutivo

Al 31 de diciembre de 2014 las Reservas Internacionales Netas (RIN) del Banco Central de Bolivia (BCB) alcanzaron USD 15.122,8 millones, con un incremento de USD 692,7 millones con respecto al 2013.

Las Reservas Internacionales al 31 de diciembre de 2014 están compuestas por las Reservas Monetarias (89,2%) y las Reservas de Oro (10,8%). Las Reservas Monetarias por su parte están compuestas por dos tramos: i) Tramo Precautorio (63,5%), cuyo objetivo es cubrir las necesidades de liquidez para atender los requerimientos de pagos internacionales y aquellos provenientes de eventos extraordinarios y; ii) Tramo de Inversión (24,1%), cuyo objetivo es diversificar la inversión de las reservas e incrementar su valor en un horizonte de largo plazo.

Al 31 de diciembre de 2014, la participación del dólar de los Estados Unidos de Norteamérica (USD) fue de 70,5%, Oro con 10,8% y el Euro (EUR) con 9,3%. Las demás monedas tuvieron participaciones menores: 3,8% en Renminbis Chinos (CNY/CNH), 2,1% en Dólares Canadienses (CAD) y 2,0% en Dólares Australianos (AUD), mientras que los Derechos Especiales de Giro (DEG) alcanzaron 1,6%.

En la gestión 2014, las Reservas Internacionales generaron ingresos por USD 101,9 millones equivalente a una tasa de retorno de 0,71%. Las Reservas Monetarias generaron ingresos por USD 94,0 millones equivalente a una tasa de retorno de 0,76% y las Reservas de Oro generaron USD 7,9 millones, equivalente a 0,43%.

La gestión 2014 se caracterizó por un entorno de incertidumbre por la desaceleración global, en especial de China y las economías emergentes. La economía de Estados Unidos continuó mostrando un crecimiento positivo, originando la suspensión de su programa de compra de activos financieros y generando mayores expectativas sobre el inicio de una normalización de su tasa de referencia durante el 2015.

La Zona Euro mantuvo un elevado riesgo de deflación; la reducción de sus tasas de referencia no tuvo el efecto esperado sobre su sistema financiero y su economía. Además, en el entorno internacional destacaron los conflictos geopolíticos entre Rusia y Ucrania, así como en Siria, incrementando la aversión de riesgo en los mercados.

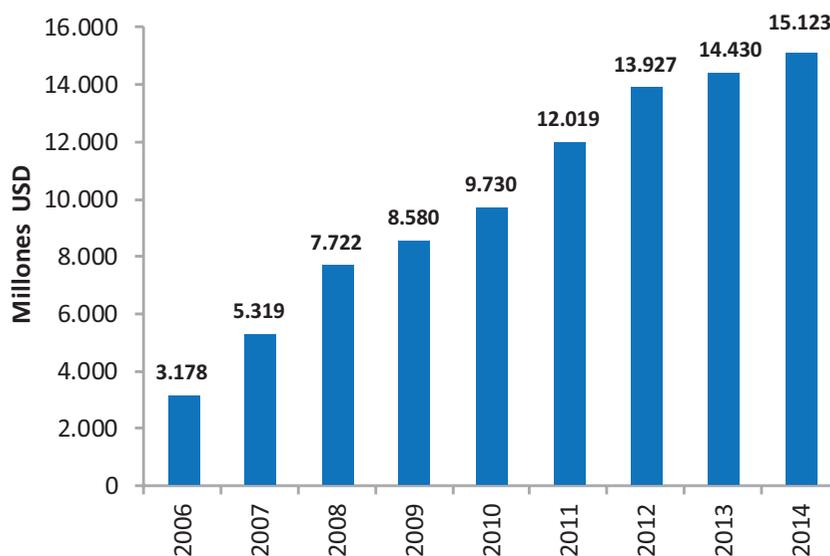
El precio del oro mostró un comportamiento muy volátil, con mayor tendencia a depreciarse por las menores perspectivas de inflación global y subidas momentáneas por los problemas geopolíticos que incrementan la demanda del metal como activo de refugio.

2. Evolución de las Reservas Internacionales Netas del BCB

2.1. Evolución de las reservas internacionales

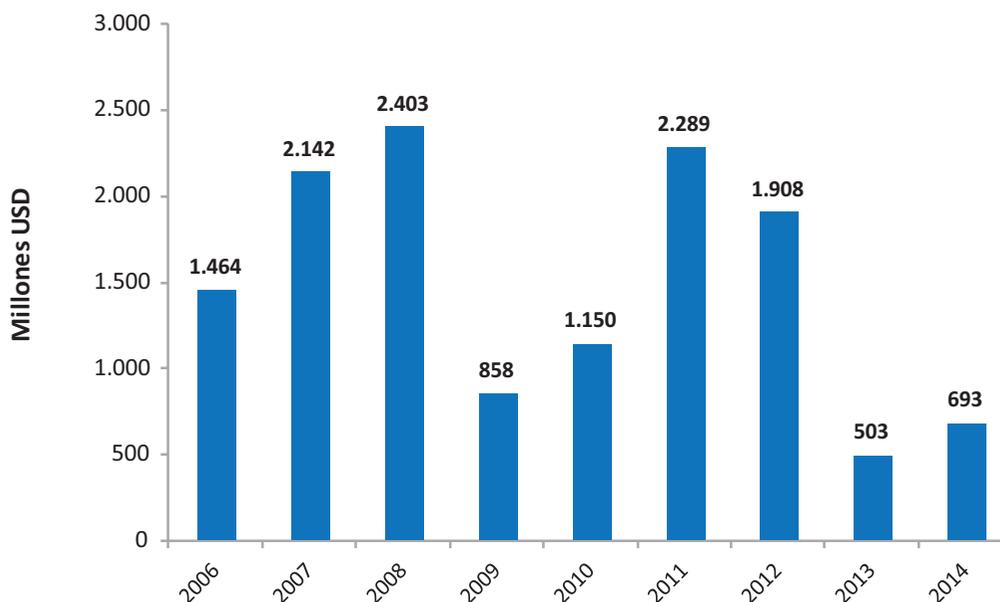
Al 31 de diciembre de 2014, las Reservas Internacionales Netas (RIN) del BCB alcanzaron un valor de USD 15.122,8 millones, que representa un crecimiento anual de 5% con relación al 31 de diciembre 2013 (Gráfico N°1).

Gráfico N° 1
Evolución anual de las Reservas Internacionales Netas (RIN)
2006-2014



En términos absolutos, las RIN se incrementaron en USD 692,7 millones durante la gestión 2014 (Gráfico N° 2). Este incremento fue mayor al de la gestión anterior y se produjo en un contexto internacional de reducción del precio internacional de las materias primas y del petróleo en particular. Además, hubo una mejora en los fundamentos de la economía de Estados Unidos que incidió en el fortalecimiento del Dólar de EE.UU. (USD) con relación a las demás monedas que componen las reservas y también con relación al oro.

Gráfico N° 2
Variación anual de las reservas internacionales netas
2006-2014



2.2. Variación de las reservas internacionales netas

Durante la gestión 2014, las Reservas Internacionales Netas se incrementaron debido al flujo positivo de fondos de USD 2.611,0 millones y a los ingresos obtenidos por la inversión de reservas internacionales de USD 101,9 millones; mientras que la disminución en la variación cambiaria por USD 283,4 millones y el retiro en efectivo por USD 1.736,8 millones contribuyeron a reducir las reservas (Cuadro N°1).

Cuadro N° 1
FACTORES QUE EXPLICAN LA VARIACIÓN DE LAS RIN
(En millones de USD)

| | 31-dic-10 | 31-dic-11 | 31-dic-12 | 31-dic-13 | 31-dic-14 |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| RIN Fin de Periodo | 9.729,7 | 12.018,5 | 13.926,7 | 14.430,1 | 15.122,8 |
| Variación RIN | | 2.288,8 | 1.908,2 | 503,4 | 692,7 |
| 1. Flujo de Fondos | | 2.235,5 | 2.541,8 | 2.846,0 | 2.611,0 |
| 2. Ingresos por Rendimientos BCB | | 79,6 | 134,0 | 82,8 | 101,9 |
| 3. Variación Cambiaria (Oro, EUR, CAD, AUD, CNY, DEG) | | 40,1 | 204,9 | -606,8 | -283,4 |
| 4. Variación Bóveda | | -66,4 | -972,5 | -618,6 | -1.736,8 |
| 5. FINPRO | | 0,0 | 0,0 | -1.200,0 | 0,0 |

2.3. Flujo de ingresos y egresos de las reservas internacionales

En la gestión 2014, el flujo neto de ingresos de las Reservas Internacionales alcanzó USD 2.611,0 millones, como resultado de entradas por USD 6.570,9 millones y salidas de USD 3.959,9 millones.

Los principales rubros de entrada fueron los pagos por exportaciones de gas de YPFB por USD 5.075,9 millones, desembolsos de créditos externos por USD 627,1 millones, exportaciones de la Empresa Metalúrgica Vinto por USD 278,7 millones y remesas de ayuda familiar por USD 137,2 millones.

En las salidas se destacan los pagos de YPFB por USD 2.469,6 millones, los gastos fiscales por USD 605,1 millones, el pago del servicio de deuda externa por USD 362,3 millones y el incremento al Fondo RAL M/E por USD 323,0 millones. (Cuadro N°2).

Cuadro N° 2
Flujo de Fondos
Periodo 2013 - 2014
(En millones de USD)

| | 2013 | | | 2014 | | |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 1er - Sem. | 2do - Sem. | Total | 1er - Sem. | 2do - Sem. | Total |
| Ingresos | 2.446,9 | 3.508,8 | 5.955,7 | 2.783,8 | 3.787,1 | 6.570,9 |
| Exportaciones de YPFB | 1.944,1 | 2.343,5 | 4.287,6 | 2.315,8 | 2.760,1 | 5.075,9 |
| Desembolsos de créditos externos | 152,9 | 422,2 | 575,1 | 163,1 | 464,0 | 627,1 |
| Exportaciones de Empresa Metalúrgica Vinto | 121,4 | 131,7 | 253,1 | 137,4 | 141,3 | 278,7 |
| Remesas de Ayuda Familiar | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 13,1 | 124,1 | 137,2 |
| Donaciones de Organismos Internacionales | 30,1 | 46,6 | 76,7 | 26,0 | 33,7 | 59,7 |
| Embajadas y Organismos Internacionales | 13,7 | 1,2 | 14,9 | 5,4 | 44,3 | 49,7 |
| Convenio SUCRE | 119,7 | 12,5 | 132,2 | 17,3 | 27,3 | 44,6 |
| Exportaciones del Sector Privado | 47,7 | 45,7 | 93,4 | 28,6 | 2,5 | 31,1 |
| Emisión Bonos Soberanos | 0,0 | 489,0 | 489,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Otros | 17,3 | 16,4 | 33,7 | 77,1 | 189,8 | 266,9 |
| Egresos | 1.373,3 | 1.736,4 | 3.109,7 | 1.664,0 | 2.295,9 | 3.959,9 |
| Pagos de YPFB | 825,0 | 1.008,5 | 1.833,5 | 854,3 | 1.615,3 | 2.469,6 |
| Gastos Fiscales | 134,6 | 271,7 | 406,3 | 318,9 | 286,2 | 605,1 |
| Servicio de Deuda Externa Pagos M y LP | 143,1 | 134,9 | 278,0 | 189,4 | 172,9 | 362,3 |
| Transferencias del Fondo RAL M/E (Neto) | 89,4 | 156,8 | 246,2 | 135,9 | 187,1 | 323,0 |
| Transferencias del Sistema Financiero (Neto) | 0,0 | 63,5 | 63,5 | 80,0 | -30,6 | 49,4 |
| Convenio ALADI (Neto) | 9,2 | 8,6 | 17,8 | 0,8 | -0,6 | 0,2 |
| Servicio de Deuda Externa Pagos PDVSA | 50,0 | 0,0 | 50,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Otros | 122,0 | 92,4 | 214,4 | 84,7 | 65,6 | 150,3 |
| Entrada Neta | 1.073,6 | 1.772,4 | 2.846,0 | 1.119,8 | 1.491,2 | 2.611,0 |

2.4. Ratios de Cobertura de las Reservas Internacionales

Al igual que en gestiones anteriores, las Reservas Internacionales continúan brindando un importante respaldo a la economía boliviana (Cuadro N° 3). La cobertura de importaciones se mantiene por encima de los tres meses de importación y a pesar que el nivel de depósitos del sistema financiero continúa con tendencia creciente, las RIN representan el 84% de los mismos.

Cuadro N° 3
Ratios de Cobertura de las RIN al 31-12-2014
(En millones de USD)

| Variable | 2005 | 2008 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014*** |
|---|-------|-------|--------|--------|--------|---------|
| Reservas Internacionales Netas (Millones de USD) | 1.714 | 7.722 | 12.019 | 13.927 | 14.430 | 15.123 |
| Depositos Totales del Sistema Financiero (Millones de USD)* | 3.590 | 6.717 | 10.715 | 13.129 | 15.444 | 17.956 |
| Dinero en Sentido Amplio (M'3) (Millones USD)* | 4.289 | 8.986 | 14.477 | 17.400 | 20.213 | 23.269 |
| Importaciones (CIF) (Millones USD)** | 2.431 | 5.081 | 7.927 | 8.269 | 8.690 | 10.377 |
| RIN en porcentajes de: | | | | | | |
| Producto Interno Bruto (PIB) | 18 | 46 | 50 | 51 | 47 | 44 |
| Depósitos totales | 48 | 115 | 112 | 106 | 93 | 84 |
| Importaciones | 71 | 152 | 152 | 168 | 166 | 146 |
| Dinero en sentido amplio (M'3) | 40 | 86 | 83 | 80 | 71 | 65 |

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

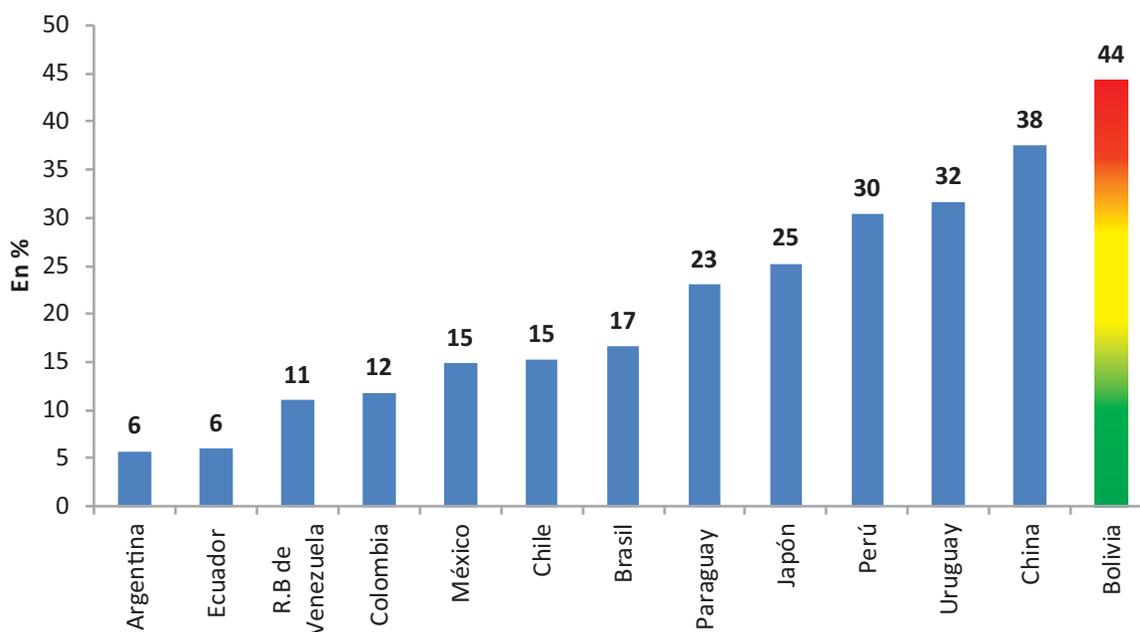
*Los datos correspondientes a depósitos y M'3 corresponden al 30/12/2014 como dato disponible a la fecha de elaboración del informe.

**Datos preliminares, CIF ajustado por alquiler de aeronaves y nacionalización de vehículos importados en gestiones anteriores.

*** Datos Estimados del PIB e importaciones a diciembre 2014.

El ratio RIN/PIB de Bolivia se encuentra entre los más altos de la región y por encima de ratios de economías con mayor desarrollo y presencia en el comercio internacional, como Japón o China. A diciembre de 2014 el ratio de Bolivia se situó en 44% (Gráfico N° 3).

Gráfico N° 3
Ratio RIN/PIB en % – Comparación con otras Economías*



Fuente: Bancos Centrales, Fondo Monetario Internacional (FMI)

*Se utilizan proyecciones del PIB de 2014 correspondientes al World Economic Outlook del FMI de octubre 2014, excepto para Bolivia.

3. Estructura de las Reservas Internacionales

3.1. Estructura por Portafolio

La estructura de las reservas internacionales al 31 de diciembre de 2014 muestra un cambio en su composición con relación a gestiones previas, que responde a búsqueda de la mejora continua en la administración de las reservas y a las condiciones generales de los mercados internacionales. Esta nueva estructura fue establecida en el Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales aprobado mediante Resolución Directorio N°119/2014 del 16 de septiembre de 2014.

Se mantiene la distinción entre Reservas Monetarias y Reservas de Oro, las primeras además están compuestas por dos Tramos:

- i) El Tramo Precautorio, cuyo objetivo es cubrir las necesidades de liquidez para atender los requerimientos de pagos internacionales y aquellos provenientes de eventos extraordinarios; está compuesto por el Capital de Trabajo y el Portafolio de Liquidez.
- ii) El Tramo de Inversión, cuyo objetivo es diversificar la inversión de las reservas e incrementar su valor en un horizonte de largo plazo. Está compuesto por: los portafolios de 0-3 años (administración propia y externa), de 0-5 años a vencimiento, TIPS, todos ellos en USD; y el Portafolio Global, compuesto por inversiones en Euros (EUR), en dólares Canadienses (CAD), dólares Australianos (AUD) y Renminbis Chinos onshore y offshore (CNY/CNH).

Cuadro N° 4
Estructura de las Reservas Internacionales¹

| Componente | Millones USD *** | | Porcentaje | |
|---|------------------|-----------------|---------------|---------------|
| | 31-dic-13 | 31-dic-14 | 31-dic-13 | 31-dic-14 |
| 1. Tramo Precautorio (A+B) | 8.900,2 | 9.582,4 | 61,9% | 63,5% |
| A) Capital de Trabajo (A1+A2) | 653,0 | 517,7 | 4,5% | 3,4% |
| A1) Billetes y Monedas | 290,0 | 256,6 | 2,0% | 1,7% |
| A2) Depósitos Vista | 363,0 | 261,1 | 2,5% | 1,7% |
| B) Portafolio de Liquidez | 8.247,2 | 9.064,7 | 57,4% | 60,1% |
| 2. Tramo de Inversión (C+D+E+F) | 3.607,1 | 3.638,4 | 25,1% | 24,1% |
| C) Portafolio Mediano Plazo Externo (0-3 Años) (**) | 501,6 | 505,2 | 3,5% | 3,3% |
| D) Portafolio Mediano Plazo (0-5 Años) (*) | 0,0 | 60,0 | 0,0% | 0,4% |
| E) Portafolio Global (E1+E2+E3+E4) | 2.622,6 | 2.588,0 | 18,2% | 17,2% |
| E1) Dólares Canadienses (CAD) | 335,6 | 311,4 | 2,3% | 2,1% |
| E2) Dólares Australianos (AUD) | 323,0 | 303,7 | 2,2% | 2,0% |
| E3) Renmimbi Chino (CNY/CNH) | 378,8 | 574,2 | 2,6% | 3,8% |
| E4) Euros (EUR) | 1.585,2 | 1.398,7 | 11,0% | 9,3% |
| F) Portafolio TIPS | 482,8 | 485,2 | 3,4% | 3,2% |
| 3. Derechos especiales de Giro (DEG's) | 256,7 | 241,5 | 1,8% | 1,6% |
| 4. Reservas Monetarias Internacionales (1+2+3) | 12.764,0 | 13.462,3 | 88,8% | 89,2% |
| 5. Reservas de Oro | 1.609,8 | 1.621,9 | 11,2% | 10,8% |
| 6. Total Reservas Internacionales (4+5) | 14.373,7 | 15.084,2 | 100,0% | 100,0% |

(*) Nuevo Portafolio.

(**) Anteriormente denominado Portafolio RAMP.

(***) Estructura anterior ajustada a la vigente a partir de septiembre 2014.

Al 31 de diciembre de 2014, el Tramo Precautorio representa el 63,5% del total de las reservas, el Tramo de Inversión el 24,1% y las reservas de Oro el 10,8%

En el año 2014 se incrementaron las inversiones en CNY/CNH por el equivalente de USD 200 millones. Asimismo, se conformó el Portafolio de Mediano Plazo 0-5 años con la inversión inicial de USD 60 millones, como parte de USD 500 millones aprobados.

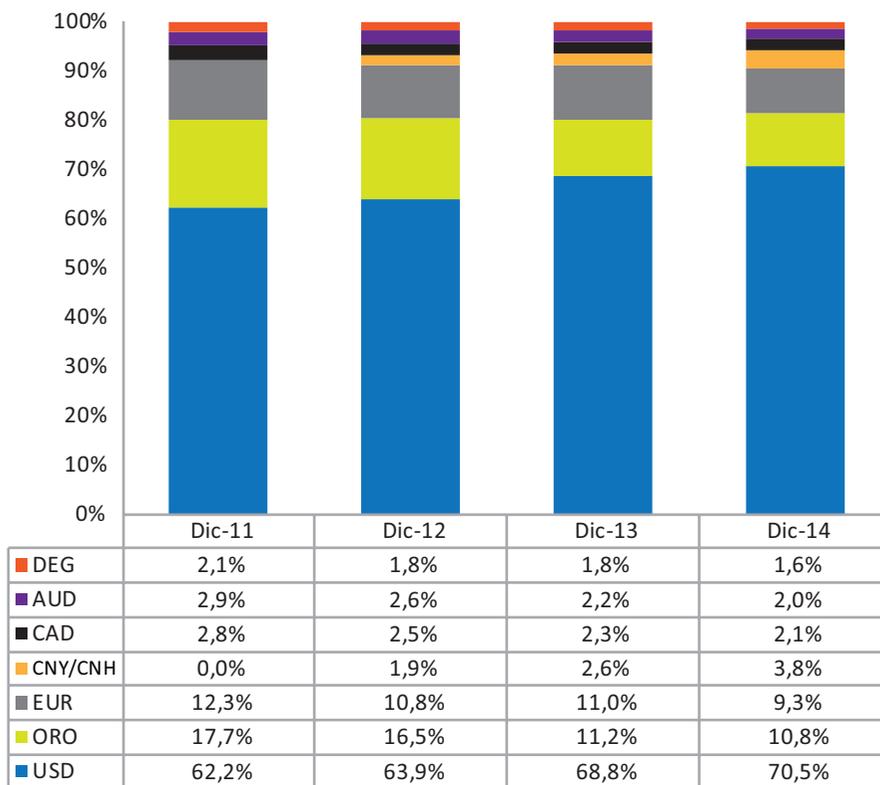
3.2. Estructura por Monedas y Oro

Al 31 de diciembre de 2014, la participación del dólar de los Estados Unidos de Norteamérica (USD) fue de 70,5%, seguido por el oro con 10,8% y el Euro (EUR) con 9,3%. Las demás monedas tuvieron participaciones menores: 3,8% en Renminbis Chinos (CNY/CNH), 2,1% en Dólares Canadienses (CAD) y 2,0% en Dólares Australianos (AUD), mientras que los Derechos Especiales de Giro (DEG) alcanzaron a 1,6% del total.

La participación de las monedas diferentes al USD sobre el total de las reservas internacionales ha disminuido con relación a la gestión 2013, con excepción del CNY/CNH que pasó de 2,6% a 3,8% por el incremento de capital en este portafolio.

¹ La diferencia de USD 39 millones con las RIN se origina en el tramo de reservas del FMI, variaciones cambiarias y obligaciones de corto plazo.

Gráfico N° 4
Estructura por monedas de las Reservas Internacionales



4. Gestion y resultados de la inversion de las Reservas Internacionales

Durante 2014, los mercados financieros se caracterizaron por una elevada volatilidad debido a las menores perspectivas de crecimiento de la economía global, la persistencia de los conflictos geopolíticos entre Rusia y Ucrania así como en Siria, y la disminución de los precios de las materias primas.

En Estados Unidos, se observaron mejores indicadores de crecimiento, así como mejoras consistentes en el nivel de empleo con presiones inflacionarias bajas, ocasionando que el FED concluya con su programa de compra de activos y considere el inicio de la normalización del nivel de su tasa de referencia.

Por otra parte, se observó un menor crecimiento de China, generando menor demanda de importaciones de materias primas que afectaron a Australia significativamente. No obstante, se observó un mejor desempeño de las economías desarrolladas en comparación a las economías emergentes cambiando la tendencia observada en gestiones anteriores.

4.1. Entorno internacional

Estados Unidos confirmó su salida de la crisis alcanzando un crecimiento de 5% en su tasa trimestral anualizada a septiembre, impulsado por un mejor desempeño de su sector manufacturero y un mayor gasto de consumo, que a su vez mejoraron las expectativas de desempeño para finales de la gestión. La Zona Euro mostró un crecimiento anual de 0,8% a septiembre, evidenciando problemas en reactivar la demanda interna.

Las economías emergentes confirmaron su proceso de desaceleración en un entorno de reducción de precios de materias primas. Se estima que China no pueda alcanzar la meta de crecimiento económico del 2014 de 7,5% establecida por sus autoridades, debido a un menor dinamismo del sector inmobiliario y la reducción de los precios de las materias primas.

Los índices de compra de gerentes de la industria manufacturera que miden la situación económica de un país basándose en datos de una encuesta mensual a las empresas más representativas de cada país, mostraron resultados mixtos. En Estados Unidos se observó un incremento de la confianza en el proceso de recuperación del país, colocándose por encima del punto de inflexión entre crecimiento y contracción. En la Zona Euro, la tendencia fue decreciente, debido a la imposibilidad de generar crecimiento a pesar de la implementación de políticas monetarias expansivas entre las que se destaca la reducción de la tasa de interés de referencia del Banco Central de Europa (BCE). En China, el índice se mantuvo estable durante la primera mitad del año. Sin embargo, en la segunda mitad se observó una reducción acercando al indicador a su umbral de crecimiento ante señales de estancamiento técnico productivo (Gráfico N° 5).

Durante 2014, la tasa de desempleo de Estados Unidos disminuyó de forma sostenida, generando señales claras sobre la recuperación económica del país y a su vez aumentando las expectativas de

una subida de la tasa de interés de referencia del FED durante el 2015. Mientras que en la Zona Euro se observó una tendencia similar pero de menor magnitud, reflejando las dificultades de solucionar este problema estructural y resaltando la fragilidad del proceso de recuperación en un entorno de inflación baja. En China el desempleo se mantuvo sin modificaciones importantes (Gráfico N°6).

Gráfico N° 5
Índices PMI e ISM: Principales economías
Enero 2012 – Diciembre 2014

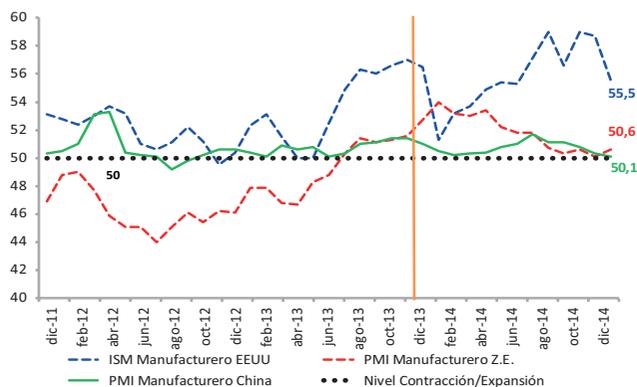
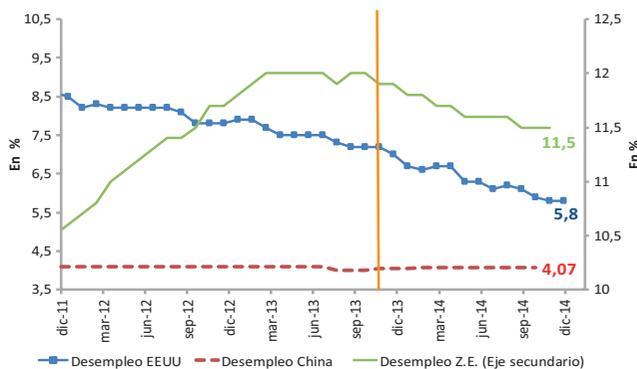


Gráfico N° 6
Desempleo: Principales economías
Enero 2012 – Noviembre 2014



Nota: Datos de China a septiembre de 2014 y la Zona Euro a octubre de 2014.

Con relación a la inflación, en Estados Unidos y Canadá se observó un crecimiento significativo entre febrero y junio, superando las metas planteadas por sus respectivas autoridades monetarias. Sin embargo, hasta fin de año la tendencia se revirtió explicada por la reducción del precio del petróleo principalmente. En la Zona Euro, la inflación cayó a lo largo de toda la gestión, reflejando la falta de resultados positivos de las políticas monetarias expansivas y la imposibilidad de salir de la crisis (Gráfico N° 7).

En el contexto global, la inflación se mantuvo en niveles bajos, la cual estuvo afectada también por la reducción en los precios del petróleo (Gráfico N°8), a pesar de esto no se esperan modificaciones para 2015; es probable que se observen cifras negativas en la Zona Euro, mientras que en Estados Unidos el indicador no alcanzaría la meta establecida por el FED del 2%.

Gráfico N° 7
Inflación

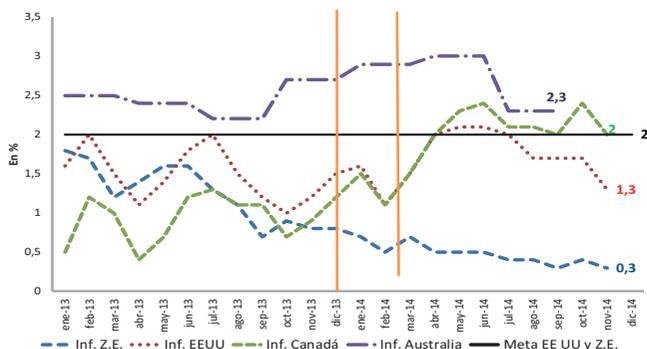
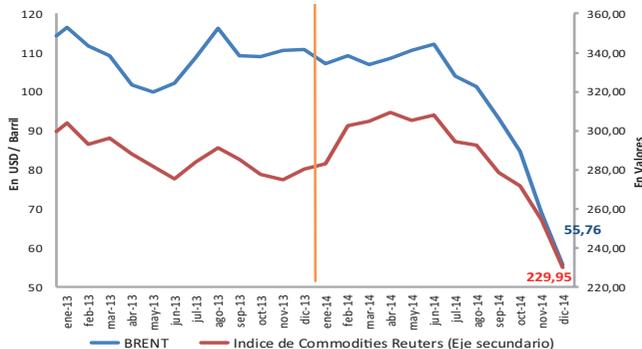


Gráfico N° 8
Índice de Materias Primas TH(*) y Precios del Petróleo



Nota: Datos de Australia corresponden al tercer trimestre de 2014.

(*) TH se refiere al índice de materias primas Thomas Reuters.

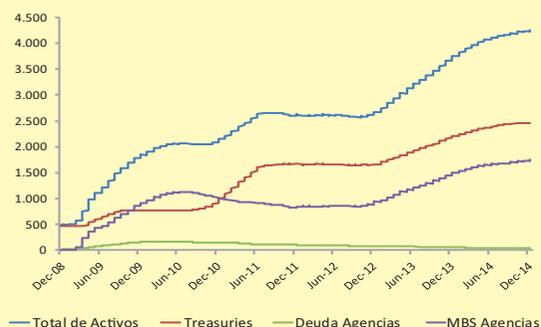
En 2014, no se observaron incrementos de las tasas de referencia de las principales economías a pesar de mejores indicadores de crecimiento y menores tasas de desempleo. Este comportamiento se debió a un contexto de inflación baja y desaceleración global. No obstante, el FED redujo la tendencia expansiva de su política, finalizando su programa de compra de activos financieros a partir de octubre, lo que refleja la salida de su economía de la crisis.

Recuadro N° 1: Política monetaria del Banco Central de EE.UU. (FED)

La Reserva Federal (FED) es la institución encargada de la política monetaria en EE.UU. que tiene por objetivo promover el pleno empleo, mantener la estabilidad de precios y moderar las tasas de interés de largo plazo. Históricamente el FED ha utilizado instrumentos de política monetaria como las operaciones de mercado abierto (OMAS) y operaciones de reporto (REPOS) para cumplir con sus objetivos. Sin embargo debido a la crisis del 2007, el FED comenzó a implementar otras políticas monetarias no convencionales para impulsar a la economía, entre ellas se encuentran: i) la reducción de la tasa de referencia a niveles cercanos a cero (0%-0,25%) desde el 2008; ii) préstamos a instituciones financieras; iii) provisión de liquidez; iv) provisión de soporte de gobierno a agencias gubernamentales y v) programa de compra de activos.

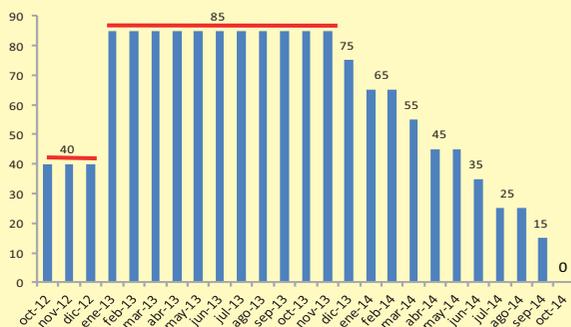
La compra de activos es una de las políticas no convencionales más relevantes debido a que permitió proveer dinero a la economía de manera directa y mantener las tasas de interés de largo plazo en niveles bajos desde el 2008, fecha en que empezó esta medida mediante la compra de títulos respaldados por hipotecas (MBS por sus siglas en inglés) emitidos por agencias de gobierno. El 2011, se incluyeron compras de tesoros de largo plazo y venta de tesoros de corto plazo, lo que se denominó "Operación Twsit". El 2013, el monto del programa de compra de activos alcanzaba USD 85 billones mensuales y la economía estadounidense continuaba mostrando mejoras, reflejada en los indicadores de vivienda, desempleo, crecimiento y otros. De esta manea, la tenencia de activos del FED se incremento de manera considerable como muestra el Gráfico R1.1.

Gráfico R1.1: Evolución de tenencia de activos del FED
(En miles de millones de USD)



Fuente: FED, Bloomberg.

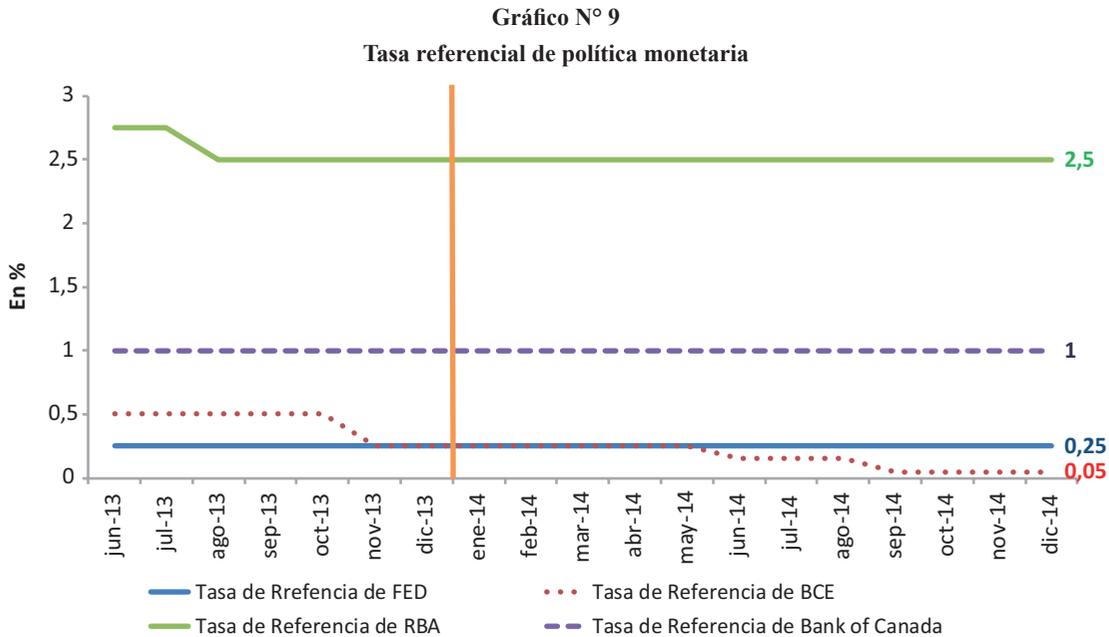
Gráfico R1.2: Evolución del programa de compra de activos mensual
(En miles de millones de USD)



En este contexto de mejora en los fundamentos, en la reunión de diciembre del 2013 el FED anunció una reducción moderada de su programa de compra de activos a partir de noviembre de 2013, con recortes de USD 10 billones en cada una de sus próximas reuniones de política monetaria, con lo que el programa finalizó en octubre del 2014 con una reducción de compras final de USD 15 billones (Gráfico R1.2). El efecto de la finalización del programa de compras de activos fue un incremento gradual en las tasas de interés en el mercado.

En las últimas reuniones de política monetaria el FED ha destacado la mejora en el mercado laboral y el crecimiento de la economía. Sin embargo, después de haber concluido el programa de compras, el FED ha reiterado que será paciente en relación al incremento de su tasa de referencia. En este sentido, el mercado no espera modificaciones en la tasa de referencia hasta el segundo semestre del 2015, dependiendo del comportamiento de la economía en los próximos meses.

En la Zona Euro, el crecimiento no respondió a los incentivos monetarios. Durante el segundo semestre las presiones deflacionarias aumentaron aunque no alcanzaron cifras negativas, por lo que el BCE decidió reducir su tasa de referencia en dos ocasiones (mayo y septiembre) hasta alcanzar 0,05% y una tasa de depósitos de -0,20%, además de expresar su interés de comenzar un programa de compras de activos en 2015, siguiendo la línea implementada por Estados Unidos (Gráfico N° 9).



Durante la gestión 2014, el riesgo crediticio del sector bancario medido por los Swaps de Incumplimiento de Crédito (CDS por sus siglas en inglés) promedio de bancos de Europa y EE.UU, disminuyeron debido a las mejores condiciones de la economía de EE.UU y las políticas de estímulo monetario implementadas por el BCE. Los CDS del sector bancario Europeo y de EE.UU. finalizaron la gestión en niveles de 71 p.b. y 68 p.b. respectivamente (Gráfico N° 10).

Gráfico N° 10
CDS promedio de bancos de EE.UU. y Europa
(En puntos básicos)

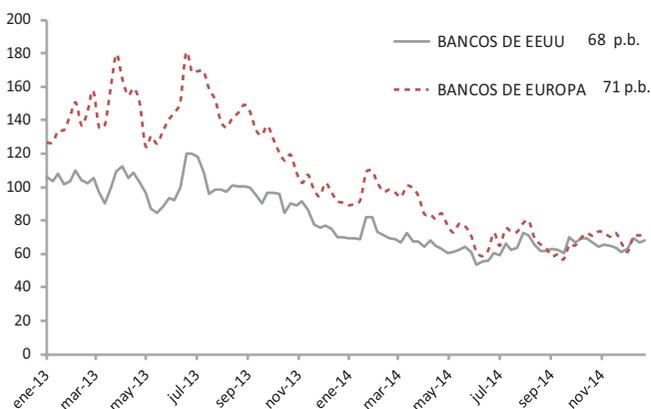
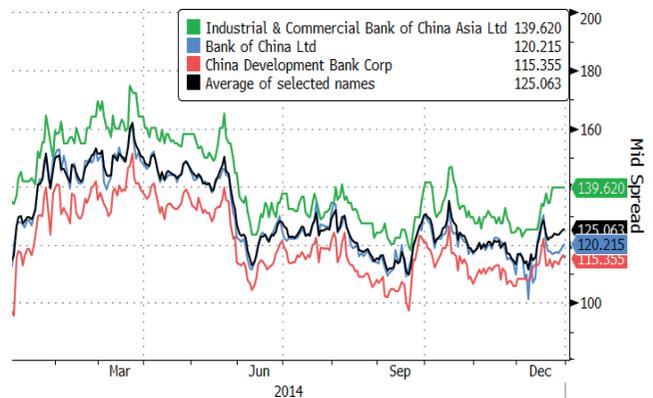


Gráfico N° 11
CDS promedio de bancos Chinos
(En puntos básicos)



Fuente: Bloomberg

En China el sistema financiero estuvo afectado por la desaceleración de su economía, situación que incremento los niveles de los CDS de su sistema en especial durante el primer semestre del año. Los CDS promedio de los bancos Chinos en los cuáles se invierte la reservas es de 125 p.b. (Gráfico N°11).

Durante la mayor parte de 2014, la liquidez del mercado interbancario estadounidense se mantuvo en niveles elevados, pero en diciembre se registró una disminución por la depreciación del rublo ruso y su impacto en los mercados financieros internacionales. En la Zona Euro, se mantuvieron niveles elevados de liquidez originando que las tasas de interés se mantengan bajas y con niveles de inflación cercanos a 0%. Las tasas LIBOR en USD y EUR permanecieron en niveles bajos hasta diciembre, mes en el que la LIBOR en USD a 6 meses subió hasta 0,36% (Gráfico N° 12).

En el año, las tasas FIXBIS² en dólares australianos y canadienses se mantuvieron estables hasta el tercer trimestre del año para posteriormente disminuir frente a la caída de los precios del petróleo y el oro, mejorando las condiciones de liquidez en el mercado (Gráfico N° 13).

Gráfico N° 12
Tasa LIBOR a 6 meses en USD y EUR
(En %)



Fuente: Bloomberg

Gráfico N° 13
Tasa FIXBIS a 6 meses en CAD y AUD
(En %)



Fuente: Bloomberg

Durante la gestión, los rendimientos de las notas del tesoro a 10 años de Estados Unidos mostraron una tendencia decreciente como resultado de un desempeño económico global menor con la desaceleración de China, la incapacidad de la Zona Euro de salir de la crisis, los niveles de inflación cercanos a 0% y los conflictos geopolíticos en Rusia y Ucrania. Los rendimientos de las notas a 2 años, las cuales reaccionan más a las acciones de política monetaria, mostraron una tendencia alcista respondiendo a los buenos fundamentos de su propia economía y al incremento de las expectativas de normalización de tasas el 2015 (Gráfico N° 14).

Gráfico N° 14
Rendimientos de las Notas del Tesoro EEUU a 2 y 10 años
(En %)



Fuente: Bloomberg

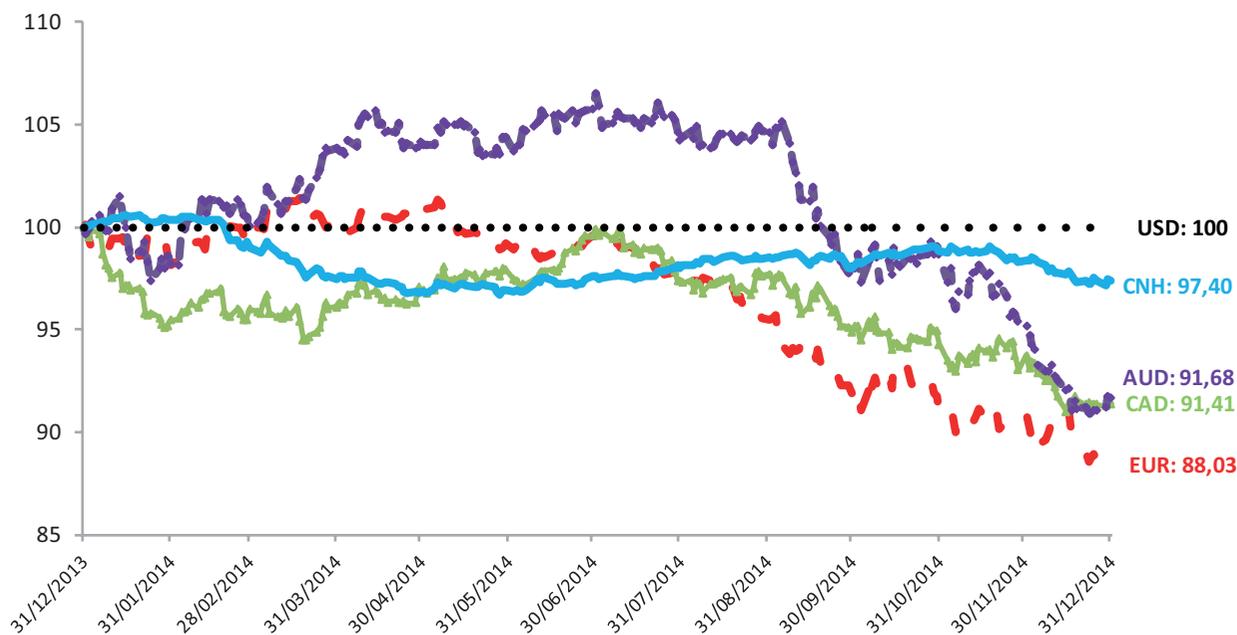
Gráfico N° 15
Rendimientos de las Notas del Tesoro de Alemania y Francia a 2 años
(En %)



2 Las tasas FIXBIS son las tasas que el Banco Internacional de Pagos (BIS por sus siglas en inglés) paga por depósitos de corto plazo.

En la Zona Euro, debido a un débil crecimiento, un riesgo de deflación y políticas monetarias expansivas, las tasas de rendimiento de las notas de Alemania y Francia a 2 años se mantuvieron cercanas a cero e incluso negativas durante gran parte de la gestión (Gráfico N° 15).

Gráfico N° 16
Variaciones cambiarias de las monedas y precio del oro
Enero – Septiembre 2014
(Índice normalizado)



Fuente: Bloomberg

En 2014, se observó un fortalecimiento paulatino del dólar estadounidense por el crecimiento estable de su economía, menores niveles de inflación y desempleo cercano a su tasa natural, además de la finalización del programa de compra de activos y mayores perspectivas de subida de la tasa de interés de referencia del Fed. El Euro fue la moneda que más se depreció por la incapacidad de la región de salir de la crisis y el incremento del riesgo de deflación a pesar de la reducción de sus tasas de interés. Por su parte, el dólar australiano se depreció 8% frente al proceso de desaceleración de la economía china que también provocó una depreciación de su moneda CNH en la gestión. El dólar canadiense también se depreció principalmente por el fortalecimiento de la economía de Estados Unidos y la caída del precio del petróleo (Gráfico N° 16).

El precio del oro mantuvo una tendencia estable durante la primera mitad del año frente a las crisis geopolíticas entre Rusia y Ucrania y los conflictos internos de Siria. Sin embargo, a partir de junio se observó una tendencia decreciente frente a mejores perspectivas de desempeño económico y menor inflación de Estados Unidos. Asimismo, se registró una reducción de la demanda por este metal precioso por parte de China e India. Por su parte, el precio del petróleo tuvo una tendencia similar alcanzando mínimos de USD 53 por barril, en un entorno de menor demanda global del *commodity* y la pérdida de poder de mercado de la OPEC frente a una mayor eficiencia en el proceso extractivo de Estados Unidos (Gráfico N° 17).

Gráfico N° 17
Precios del oro y petróleo
(En USD/ OZ y USD/barril respectivamente)



Fuente: *Bloomberg*

Recuadro N°2 : Caída en el precio internacional del petróleo

Uno de los eventos más relevantes durante el 2014 fue la importante caída del precio internacional del petróleo, alcanzando sus niveles más bajos en 5 años, empezando el año en USD 95 por barril y finalizando en USD 53, una caída del 46% en el año. Esta caída ha estado relacionada tanto con una sobreoferta del bien, como también con un menor nivel de demanda en el mercado internacional.

Gráfico N°R2.1: Evolución del precios del petróleo
(En USD por barril)



Fuente: Bloomberg

En el caso de la sobreoferta de petróleo, ésta se debió a un incremento importante en la producción de los productores no miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (*OPEC por sus siglas en Inglés*) y más específicamente a la mayor producción proveniente de Estados Unidos, haciendo que Arabia Saudita y sus aliados del Golfo pierdan parte de su participación de mercado.

De acuerdo a datos de la Organización Internacional de Energía, la producción de petróleo de países no miembros de la OPEC se habría incrementado en 1,9 millones de barriles por día (mb/d) en 2014. Frente a este escenario, la producción tradicional proveniente de la OPEC se mantuvo casi constante y por encima de los 30 mb/d establecido por el grupo por alrededor de siete meses, a pesar de los pedidos de recorte de producción de algunos miembros a fin de presionar los precios hacia arriba realizados en la reunión del 27 noviembre. La razón para mantener el nivel de producción se basó en los temores de pérdida de participación de mercado frente a los productores no tradicionales.

Por el lado de la demanda, se observan dos factores relevantes: el primero es la disminución de la demanda global del producto debido a los indicadores económicos débiles de la economía global a lo largo del año, a excepción de Estados Unidos; y segundo, una mayor eficiencia en el uso industrial y el cambio de consumo a combustibles alternativos distintos del petróleo.

Esta caída en el precio del petróleo tuvo efecto directo en los ingresos de los países productores, como en Rusia y Venezuela, países que están atravesando un período de crisis intensa, experimentando presiones muy fuertes de caídas en el valor de sus monedas e inflación elevada. Rusia se vio en la necesidad de vender parte de sus reservas internacionales a fin de paliar los efectos adversos y elevó significativamente su tasa de interés de referencia para frenar las presiones inflacionarias. Por otro lado, la caída del precio del petróleo tiene un impacto positivo en los consumidores globales, de quienes se incrementa su disponibilidad de efectivo y así se tiene un impulso en la demanda de producción.

El impacto global de la caída del precio del petróleo en los mercados financieros es la de una disminución de las presiones inflacionarias globales, lo que permite a las autoridades monetarias mantener sus políticas monetarias expansivas por mayor tiempo, presionando las tasas de interés hacia abajo.

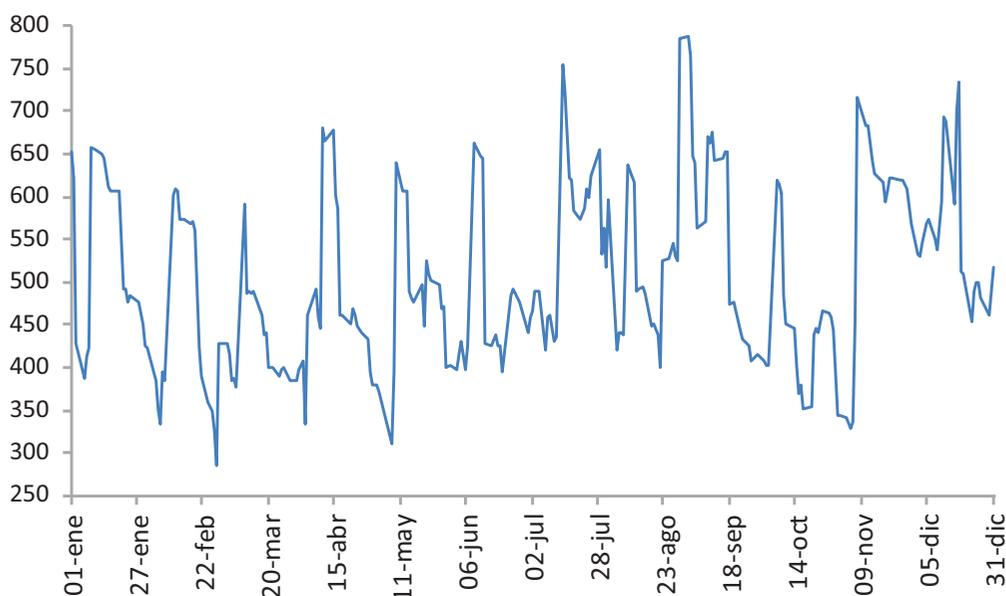
4.2. Reservas Monetarias y de oro: estrategias, rendimiento obtenido y su comparación con benchmarks

4.2.1 Tramo Precautorio

4.2.1.1. Capital de Trabajo

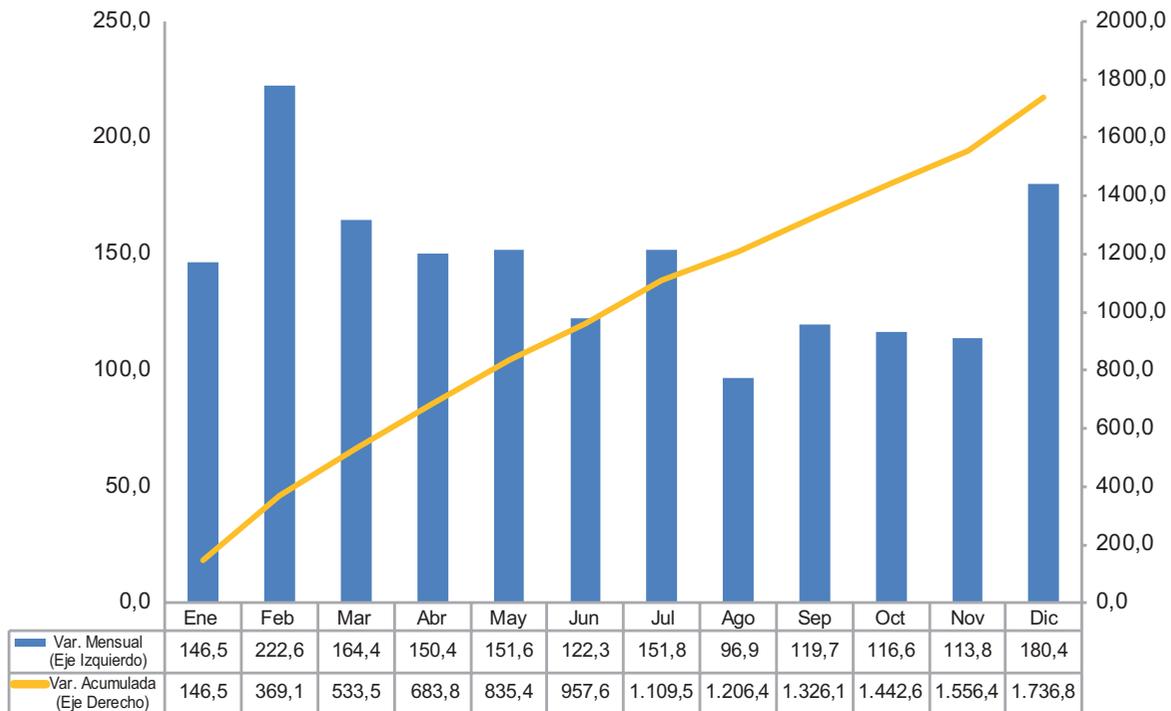
Durante la gestión 2014, el saldo diario del Capital de Trabajo tuvo un promedio de USD 503,3 millones, con un mínimo de USD 285,1 millones y un máximo de USD 788,5 millones (Gráfico N° 18).

Gráfico N° 18
Saldos Diarios del Capital de Trabajo
(En Millones de USD)



La salida de efectivo de bóveda durante la gestión 2014 fue de USD 1.736,8 millones, (Gráfico N° 19 y Cuadro N°5).

Gráfico N° 19
Salida de efectivo de bóveda
(En millones de USD)



Cuadro N° 5
Movimiento Neto de Bóveda
2009-2014
(En millones de USD)

| Salida de efectivo de Bóveda | | | | | | |
|------------------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|-----------------|
| Periodo | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| 1er Trimestre | -226,9 | -128,1 | -18,5 | -14,4 | -232,8 | -533,5 |
| 2do Trimestre | -118,2 | -162,1 | -138,2 | -316,0 | -151,5 | -424,2 |
| 3er Trimestre | -40,8 | -133,8 | 96,1 | -275,5 | -85,8 | -368,4 |
| 4to Trimestre | -243,8 | -214,7 | -5,8 | -366,7 | -148,6 | -410,7 |
| Total | -629,7 | -638,8 | -66,4 | -972,5 | -618,6 | -1.736,8 |

Para atender la demanda de dólares estadounidenses en efectivo, se realizaron importaciones por un total de USD 1.785,6 millones mientras que se realizaron exportaciones por USD 82,2 millones (Cuadro N° 6).

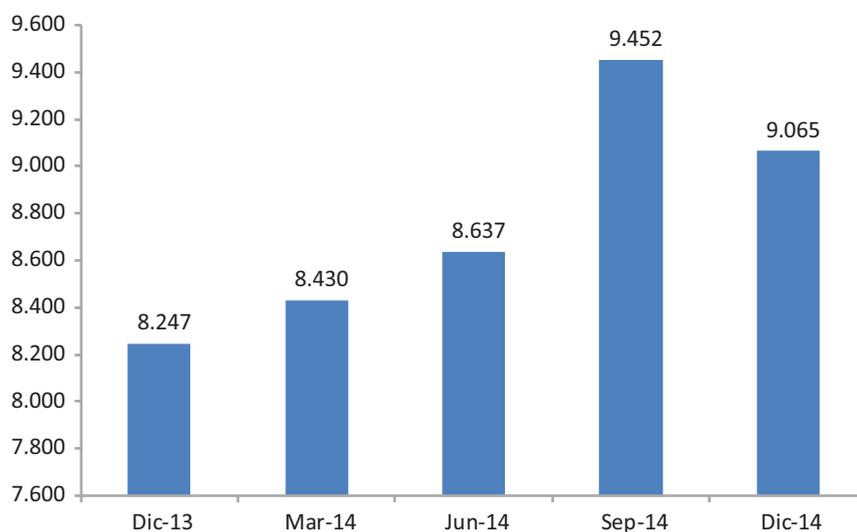
Cuadro N° 6
Importación y Exportación de Remesas de billetes en USD
Gestión 2014
(En millones de USD)

| Mes | Remesas | | |
|------------------------|----------------|-------------|------------------|
| | Importación | Exportación | Importación Neta |
| Enero | 99,2 | 0,0 | 99,2 |
| Febrero | 198,4 | 0,0 | 198,4 |
| Marzo | 198,4 | 34,0 | 164,4 |
| Total 1er Trim. | 496,0 | 34,0 | 462,0 |
| Abril | 198,4 | 0,0 | 198,4 |
| Mayo | 198,4 | 0,0 | 198,4 |
| Junio | 99,2 | 0,0 | 99,2 |
| Total 2do Trim. | 496,0 | 0,0 | 496,0 |
| Julio | 99,2 | 0,0 | 99,2 |
| Agosto | 198,4 | 30,2 | 168,2 |
| Septiembre | 99,2 | 0,0 | 99,2 |
| Total 3er Trim. | 396,8 | 30,2 | 366,6 |
| Octubre | 99,2 | 18,0 | 81,2 |
| Noviembre | 198,4 | 0,0 | 198,4 |
| Diciembre | 99,2 | 0,0 | 99,2 |
| Total 4to Trim. | 396,8 | 18,0 | 378,8 |
| Total 2014 | 1.785,6 | 82,2 | 1.703,4 |

4.2.1.2. Portafolio de Liquidez

Durante la gestión 2014, el Portafolio de Liquidez se incrementó en USD 818 millones por las transferencias del Capital de Trabajo.

Gráfico N° 20
Evolución Valor de Mercado
(En millones de USD)



La estrategia principal de inversión del Portafolio de Liquidez durante la gestión fue de mantener inversiones importantes en los sectores bancario, agencia y supranacional, finalizando el año con una

participación de 52%, 34% y 14%, respectivamente (Gráfico N° 21). Las inversiones se realizaron en emisores de bancos europeos y chinos con un plazo de inversión de hasta un año, a fin de aprovechar las mayores tasas de estos emisores. Asimismo, se invirtió en agencias chinas, coreanas y europeas.

El portafolio finalizó la gestión con una participación de emisiones con calificación crediticia de AA de 41% y una participación de 59% en calidad A, con una mejor calidad crediticia comparada al 2013, por el incremento de inversiones en Corea (Gráfico 22).

Gráfico N° 21
Estructura por sector

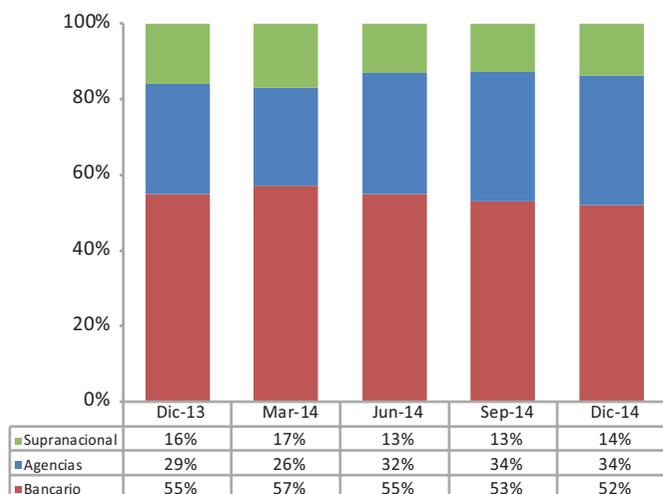
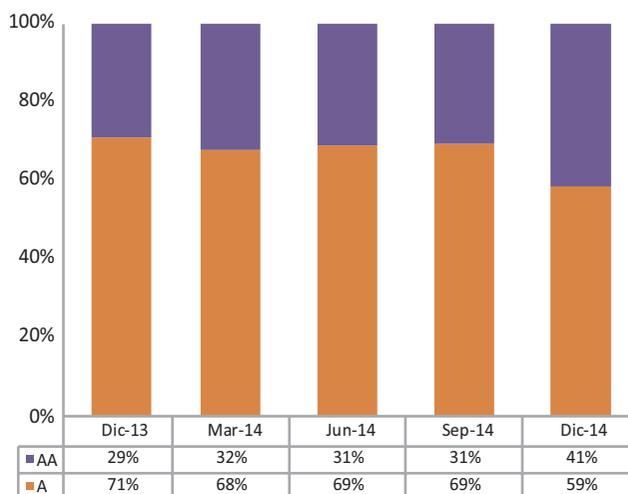


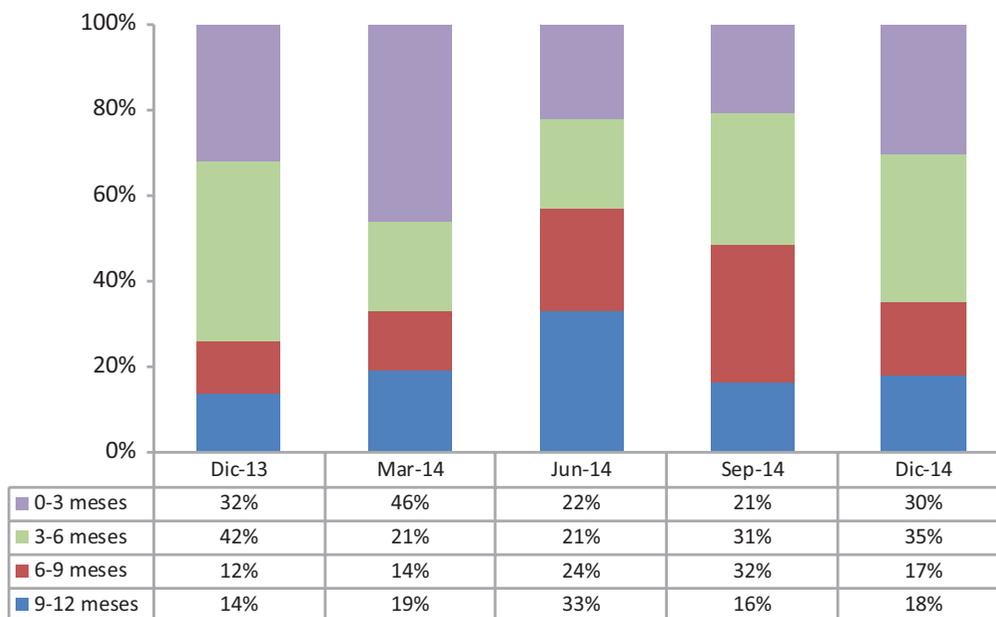
Gráfico N° 22

Estructura por calificación crediticia

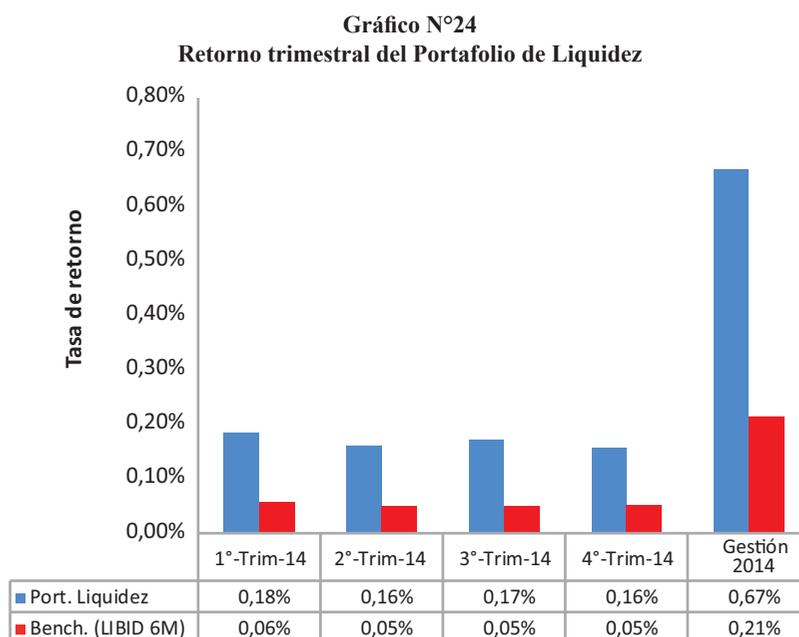


Respecto al plazo de inversión, el portafolio finalizó la gestión con una exposición al tramo de 6-12 meses de 35%, y una exposición de 65% en el tramo de 0-6 meses. Respecto a la gestión 2013, se incrementó la maduración promedio de las inversiones, alcanzando una exposición de 6-12 meses mayor en 9% en relación a la gestión anterior y se redujo en la misma proporción las inversiones en los tramos de 0-6% (Gráfico N° 23).

Gráfico N° 23
Estructura por plazo



Las estrategias de inversión empleadas durante la gestión 2014 permitieron generar un retorno de 0,67%, 46 p.b. por encima del comparador referencial (Gráfico N° 24).



4.2.2. Tramo de Inversión

La estrategia principal de los portafolios del Tramo de Inversión fue la de invertir en spreads de emisiones de alta calidad crediticia. Además, se incrementó la duración de parte de las inversiones a fin de aprovechar tasas mayores en tramos más largos aprovechando el empinamiento de las curvas de rendimiento.

4.2.2.1. Portafolio de mediano plazo 0-5 años

Este nuevo portafolio con inversiones hasta un plazo de 5 años, tiene como objetivo el de reducir la exposición bancaria de las reservas internacionales e incrementar el retorno potencial de las reservas a través de inversiones en agencias de gobierno a mayor plazo. Una característica importante de este portafolio es que todas las inversiones son mantenidas a maduración. El benchmark o comparador referencial para este portafolio son las Notas de Mediano Plazo del BIS con vencimientos menores a 5 años.

El monto aprobado para el portafolio alcanza USD 500 millones, de los cuales USD 60 millones ya fueron invertidos durante el cuarto trimestre en agencias holandesas, francesas y coreanas (Gráfico N° 25). Los restantes USD 440 millones serán invertidos durante el 2015. El portafolio está conformado por emisores con alta calidad crediticia, conformado en 67% en emisores AA y un 33% en emisores AAA (Gráfico N° 26).

Gráfico N° 25
Estructura por emisor
Al 31 de diciembre 2014

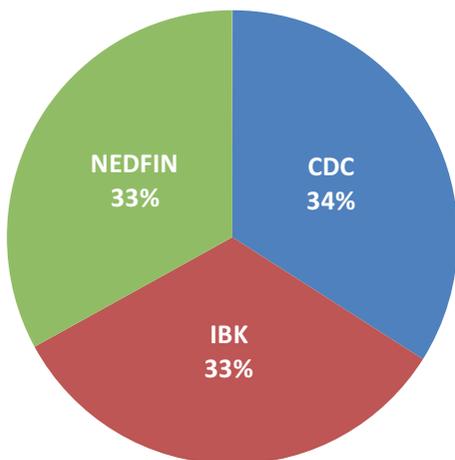
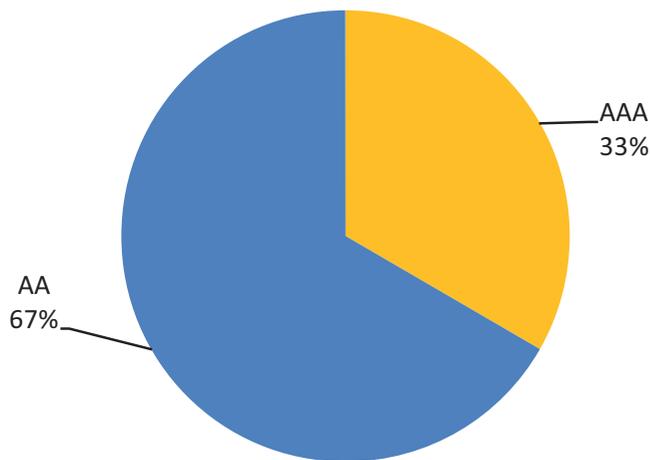
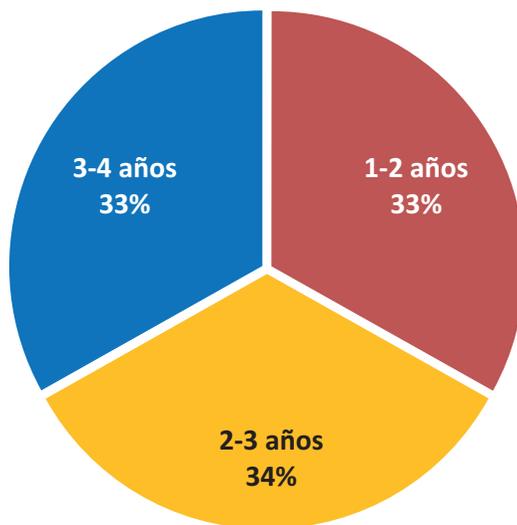


Gráfico N° 26
Estructura por calificación crediticia
Al 31 de diciembre 2014



Respecto al plazo de inversión, el portafolio está invertido en un 33% en el tramo de 1-2 años; 34% en el tramo de 2-3 años y los restantes 33% en el tramo de 3-4 años. Por otra parte, el portafolio mantiene una duración ligeramente superior a la del benchmark aprovechando el empinamiento de la curva de agencias de gobierno (Gráfico N° 27).

Gráfico N° 27
Estructura por plazo
Al 31 de diciembre 2014



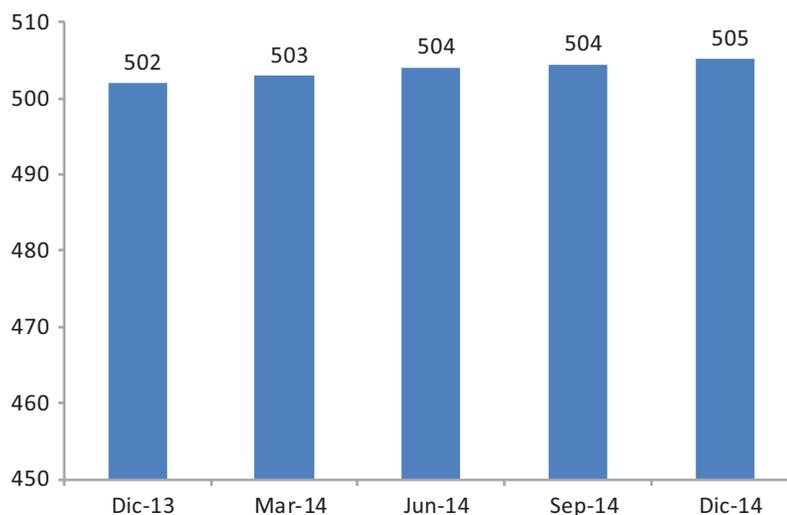
El retorno del portafolio desde su inicio el 19 de diciembre de 2014 hasta el final de la gestión fue de 0,05%, 1 p.b. por encima del retorno del comparador referencial.

4.2.2.2. Portafolio de mediano plazo 0-3 años (externo)

El Portafolio de mediano plazo 0-3 años administrado por el Banco Mundial, tiene un índice de referencia de títulos del Tesoro de EE.UU. con vencimientos de 0 a 3 años y una duración promedio de 1,4 años.

El valor de mercado del portafolio se incrementó en USD 3 millones durante la gestión 2014, debido a los ingresos generados por las estrategias de inversión empleadas en el portafolio (Gráfico N° 28).

Gráfico N° 28
Valor de mercado del Portafolio 0-3 años externo
(En millones de USD)



Las estrategias utilizadas por el Banco Mundial se basan en exposiciones al riesgo de mercado y crediticio. Las inversiones en títulos de spread (riesgo crediticio) las realizan con cobertura de duración mediante el uso de instrumentos de futuros de tesoros y futuros de Eurodollar, a fin de tomar ventaja de una reducción de los niveles de spread.

Durante la primera mitad de 2014, el administrador delegado incrementó las inversiones en instrumentos de spread y las disminuyó durante el segundo semestre por la disminución de los spreads. Al final de la gestión 2014, las inversiones en el sector de gobierno tuvieron una participación de 76% y 23% en títulos de spread (Gráfico N°29).

Gráfico N° 29
Estructura por sector

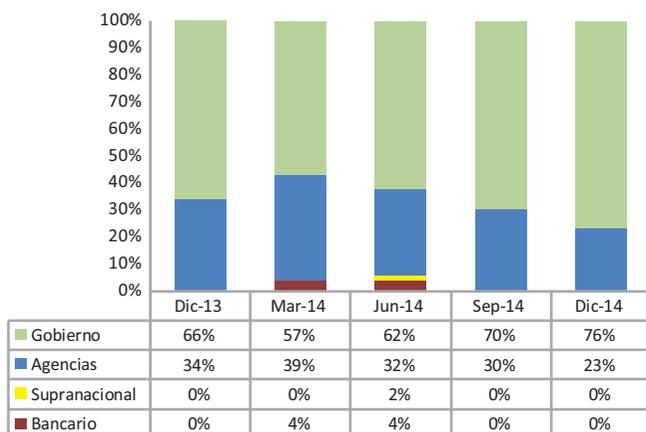
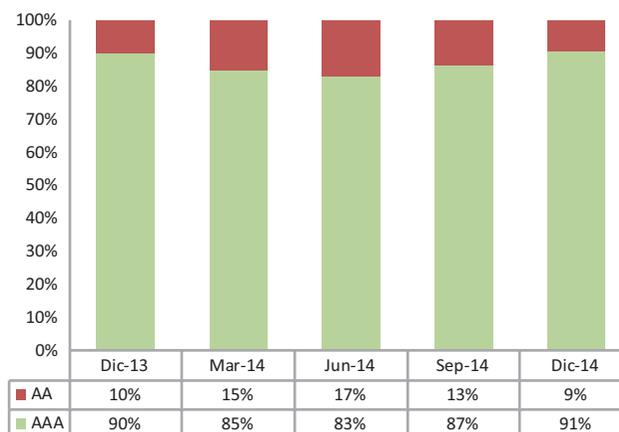


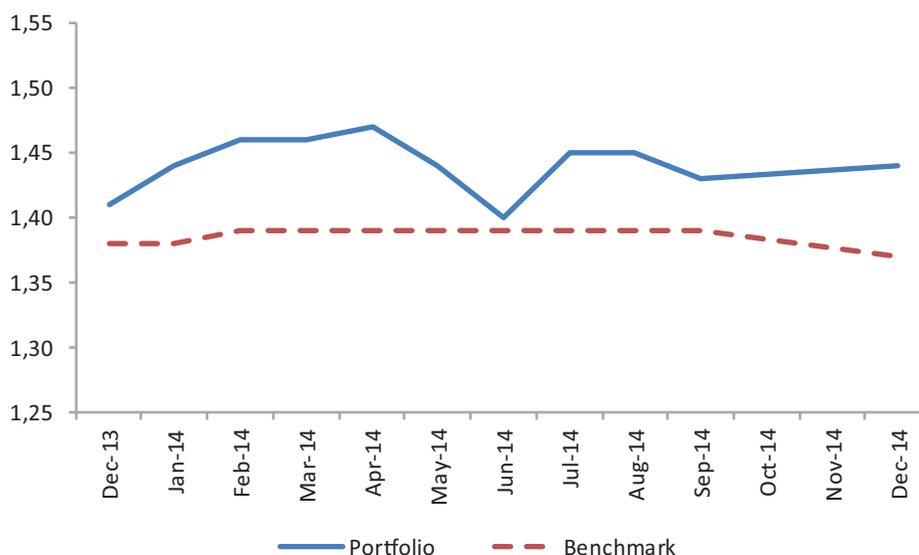
Gráfico N° 30

Estructura por calificación crediticia



Respecto a la calidad crediticia, el portafolio está compuesto por 91% en emisores AAA y un 9% en emisores AA. El portafolio mantiene una adecuada diversificación con exposición a títulos del gobierno de la Zona Euro y Estados Unidos. (Gráfico N° 30).

Gráfico N° 31
Duración del portafolio 0-3 años vs. Benchmark

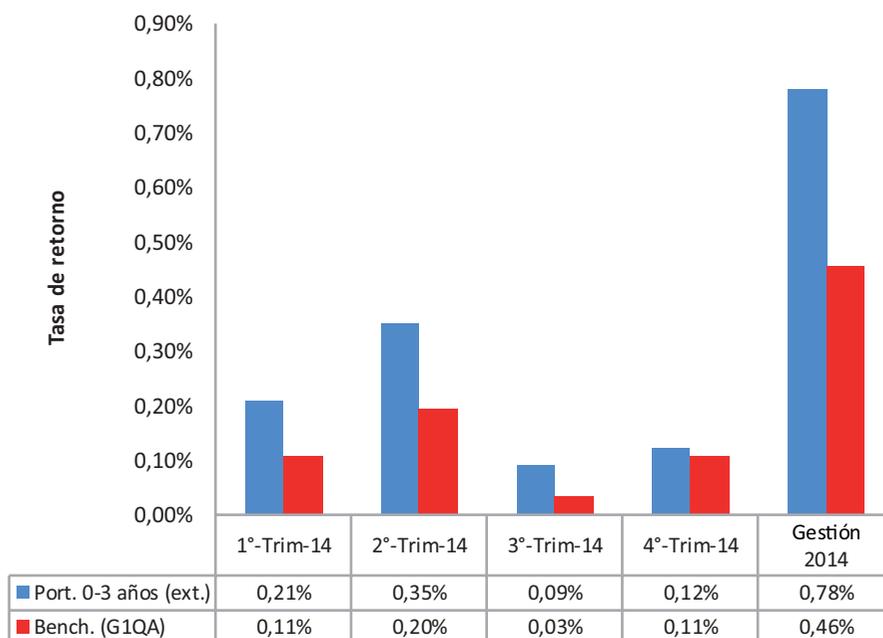


Por otra parte, el administrador mantuvo durante tres cuartas partes del año una duración ligeramente superior a la del benchmark frente a una expectativa de un incremento de tasas más tardía. A partir del cuarto trimestre, el administrador redujo su duración situándose por debajo del benchmark ante un cambio en la expectativa de un incremento anticipado de las tasas de rendimiento (Gráfico N° 31).

Asimismo, los administradores del portafolio utilizaron durante la gestión 2014 estrategias de aplanamiento, valor relativo y estrategias de TED spread, que permitieron terminar la gestión con un retorno superior al benchmark.

El retorno del portafolio durante la gestión 2014 fue de 0,78%, 32 p.b. por encima del comparador referencial (Gráfico N° 32).

Gráfico N° 32
Retorno trimestral del Portafolio 0-3 años

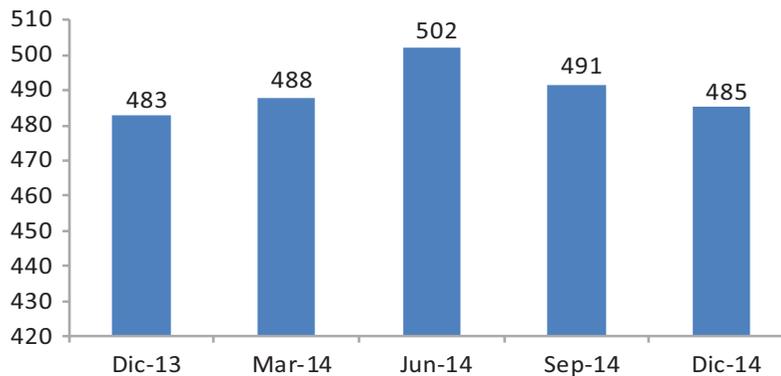


4.2.2.3. Portafolio de TIPS

El valor de mercado del Portafolio TIPS (Notas Indexadas a la Inflación) durante la gestión 2014 se incrementó en USD 2 millones, finalizando el año con un valor de USD 485 millones.

El valor de mercado del portafolio se incrementó durante la primera mitad del año alcanzando USD 502 millones a fines de junio, favorecido por expectativas de inflación relativamente estables y la caída de los rendimientos de las notas del tesoro durante este período, debido a las bajas tasas de crecimiento de EE.UU. a principios de gestión y los problemas geopolíticos entre Rusia y Ucrania, que provocaron un “flight to quality” en el semestre.

Gráfico N° 33
Valor de Mercado del Portafolio TIPS
(En millones de USD)



Sin embargo, durante el segundo semestre las tasas en el mercado subieron, en especial en los tramos cortos de la curva, por los buenos datos económicos en EE.UU. que incrementaron las expectativas de un inicio cercano de la normalización de tasas por parte del Fed, que junto con una disminución de las expectativas de inflación impulsadas por la caída en el precio del petróleo, afectó al portafolio, con lo que su valor descendió a USD 485 millones al 31 de diciembre 2014 (Gráfico N° 33).

Como se muestra en el Gráfico N° 34, las tasas *Break Even Inflation*, disminuyeron a partir del segundo semestre de la gestión, mostrando las bajas expectativas inflacionarias del mercado en el corto y largo plazo.

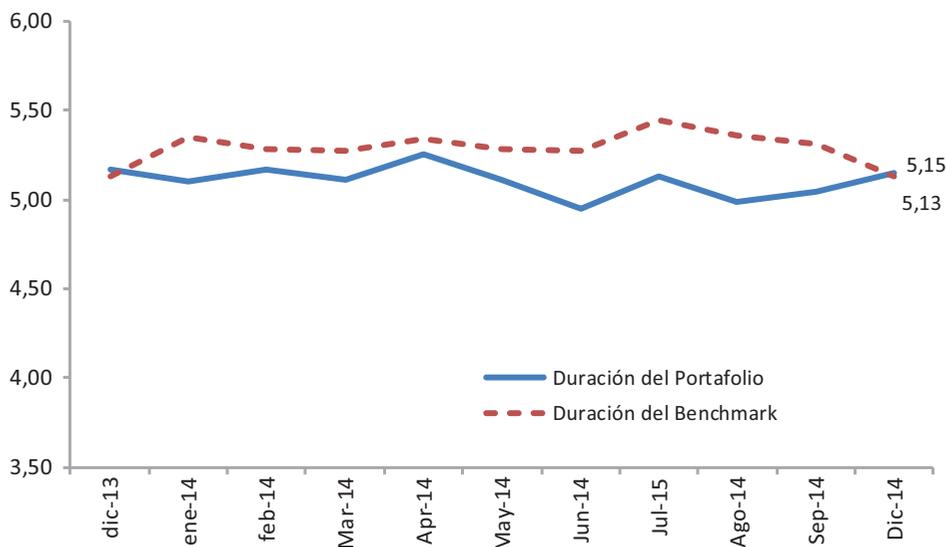
Gráfico N° 34
Tasas Break Even Inflation
(En %)



Fuente: Bloomberg

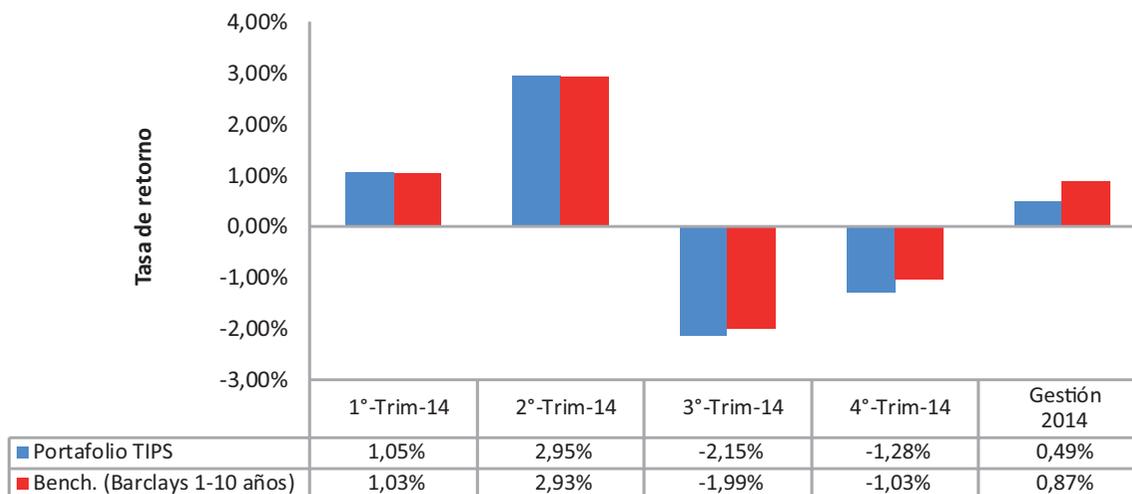
Frente a la expectativa de una subida de tasas en el mercado y una inflación por debajo de la meta del 2% del FED, los administradores delegados del Fondo de TIPS ILF1 del BIS, mantuvieron en general una duración menor a la del comparador referencial (Gráfico N° 35).

Gráfico N° 35
Duración del portafolio TIPS y Índice Barclays 1-10 años



El retorno del portafolio durante el 2014 fue de 0,49%, menor al 0,87% alcanzado por su comparador referencial, debido a la estrategia de duración menor a la del Benchmark, aplicada por los administradores delegados durante la gestión, que generó retornos menores a los del comparador referencial principalmente por las caídas de las tasas de largo plazo (Gráfico N° 36).

Gráfico N° 36
Retorno trimestral y anual del Portafolio de TIPS
En %

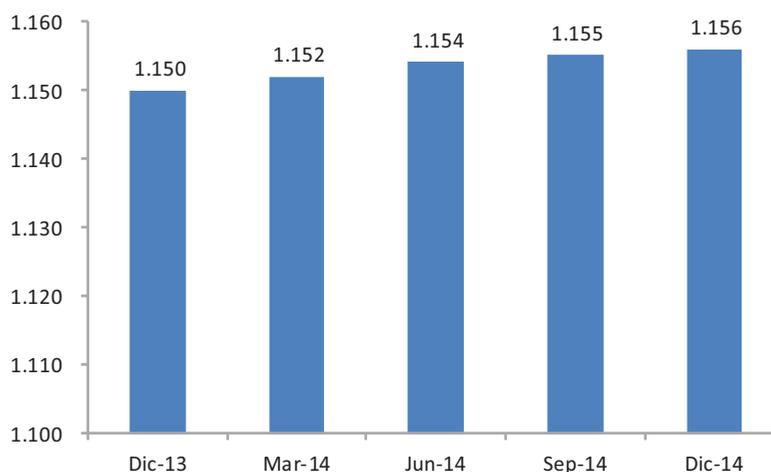


4.2.2.4. Portafolio Global

4.2.2.5. Inversiones en euros

Durante la gestión 2014, el valor de mercado del Portafolio Euro se incrementó en EUR 6 millones alcanzando un total de EUR 1.156 millones, como resultado de las ganancias generadas de las inversiones en el portafolio.

Gráfico N° 37
Valor de mercado del Portafolio Euro
(En millones de EUR)



Durante la gestión, la estrategia del portafolio fue mantener inversiones principalmente en el sector agencias de gobierno, bancos e incrementar la exposición en supranacionales con una participación de 40%, 49% y 11 % respectivamente (Gráfico N° 38).

Gráfico N° 38
Estructura del Portafolio por Sector

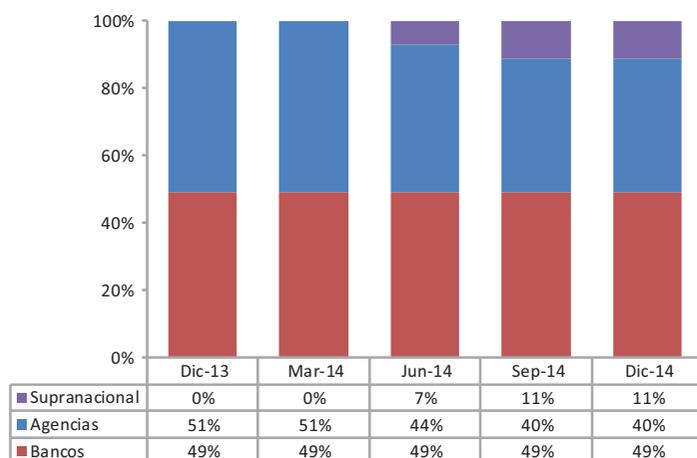
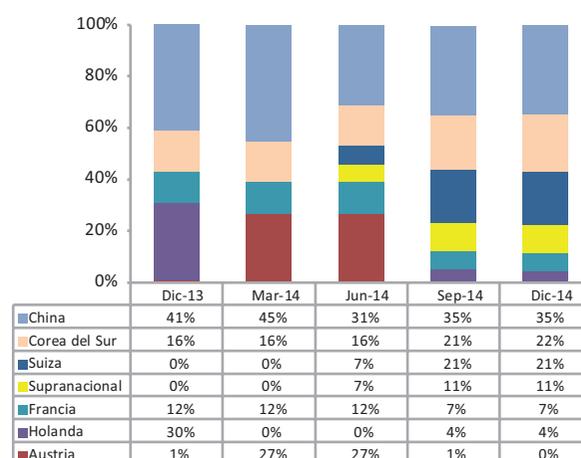


Gráfico N° 39
Estructura del Portafolio por País y Supranacional



Respecto a la estructura por país, al finalizar la gestión se mantuvo la mayor exposición a China y Corea del Sur con participaciones de 35% y 22% respectivamente por sus atractivas tasas de inversión. La exposición del portafolio a fin de gestión a Suiza, Francia y Holanda, fue de 21%, 7% y 4% respectivamente (Gráfico N° 39).

Debido a que, en este mercado las tasas de rendimiento durante gran parte de la gestión se mantuvieron cercanas a cero e incluso negativas, se incrementó la maduración promedio de las inversiones, a través de inversiones con un plazo de hasta 24 meses, con el objetivo de incrementar el rendimiento del portafolio aprovechando las tasas atractivas ofrecidas por las contrapartes en estos tramos de la curva, incrementando así la exposición en el tramo mayor a 12 meses en 22%, seguido por una fuerte concentración de vencimientos en el tramo de 6-9 meses con 39% del total del portafolio (Gráfico N° 40).

La calidad crediticia del portafolio al finalizar la gestión fue de 67% y 33% del portafolio en emisiones con una calificación crediticia A y AA respectivamente (Gráfico N° 41).

Gráfico N° 40
Estructura del Portafolio por plazo

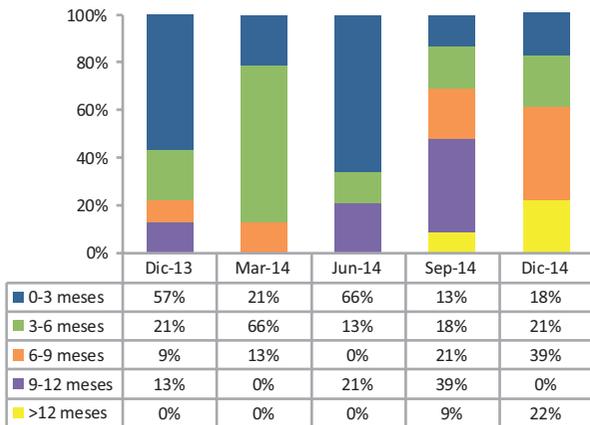
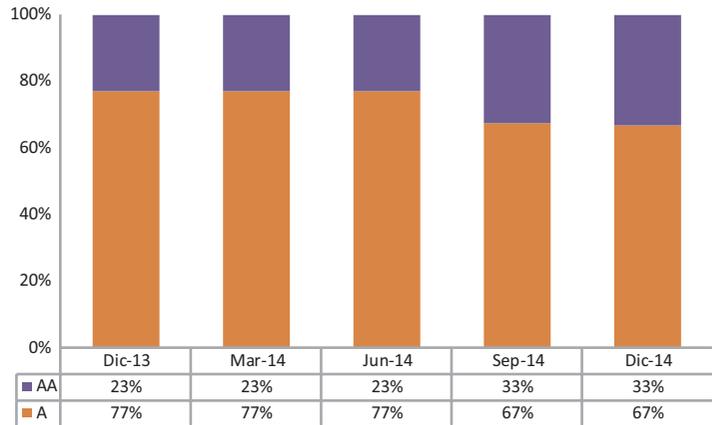
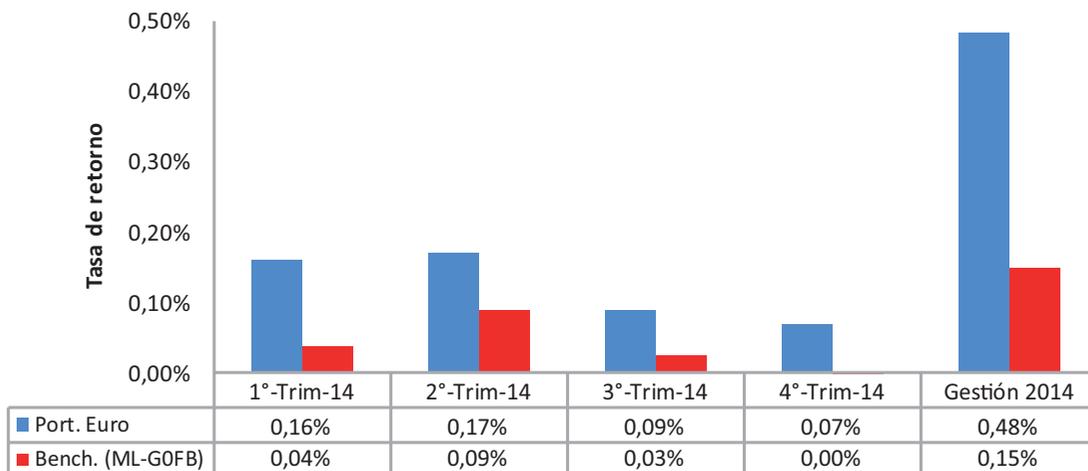


Gráfico N° 41
Estructura por calificación crediticia



Las estrategias de inversión empleadas durante la gestión permitieron obtener un retorno del portafolio de 0,48%, 33 p.b. por encima de su benchmark (Gráfico N° 42).

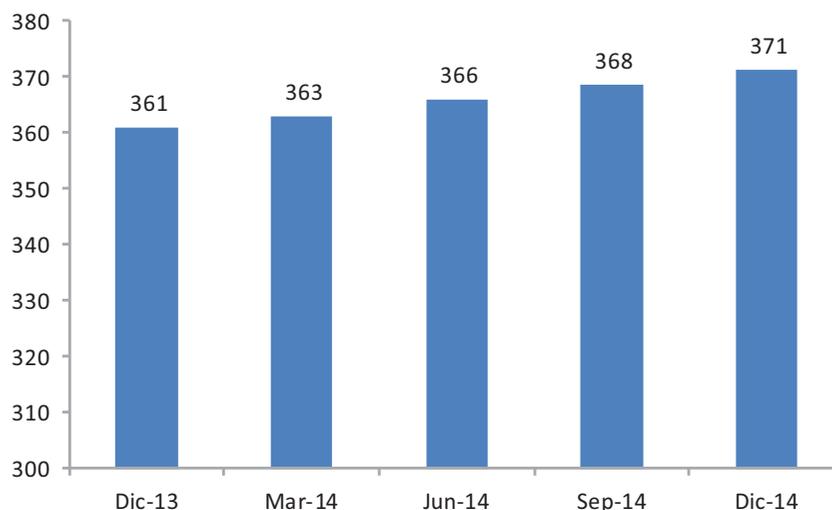
Gráfico N° 42
Retorno del Portafolio Euro



4.2.2.6. Inversiones en dólares australianos

El valor de mercado del portafolio fue de AUD 371 millones, AUD 10 millones por encima del valor del año anterior debido a los ingresos generados por las inversiones (Gráfico N° 43).

Gráfico N° 43
Valor de Mercado
(En millones de AUD)



La estrategia de inversión en la gestión para el portafolio fue la de invertir en agencias de gobierno a plazos de 12 meses para aprovechar el empinamiento de la curva. Se incrementó la exposición a Corea del Sur y se redujo la de Francia debido a las atractivas tasas de interés que ofrecían los emisores coreanos. Las inversiones en agencias del gobierno francés se ubicaron en 73% y en agencia del gobierno de Corea del Sur en 27% (Gráfico N° 44).

La estructura por plazo muestra la reinversión de los vencimientos en tramos de hasta 12 meses. Actualmente el 76% se encuentra en el tramo de 3-6 meses y 24% en el tramo de 6-9 meses (Gráfico N° 45).

Gráfico N° 44
Estructura por país

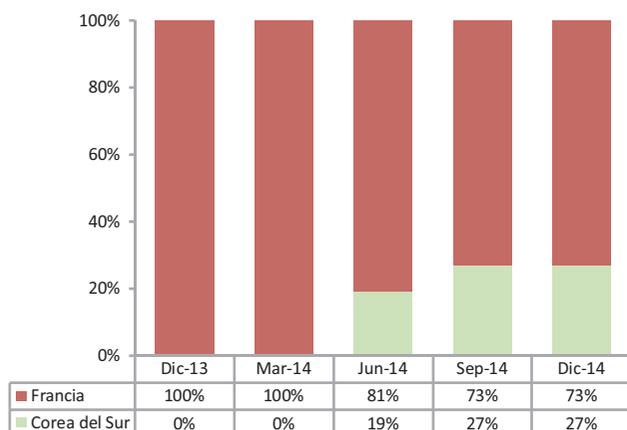
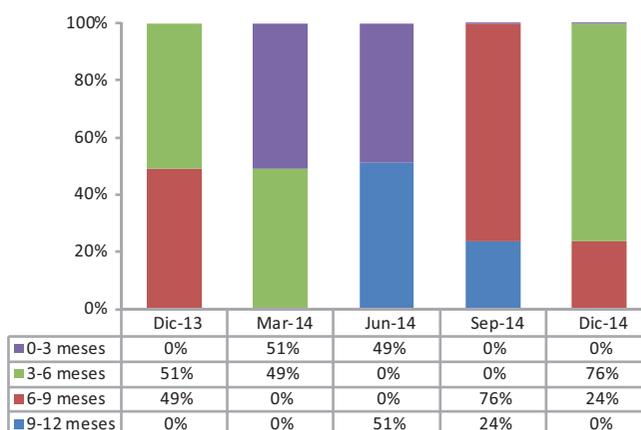


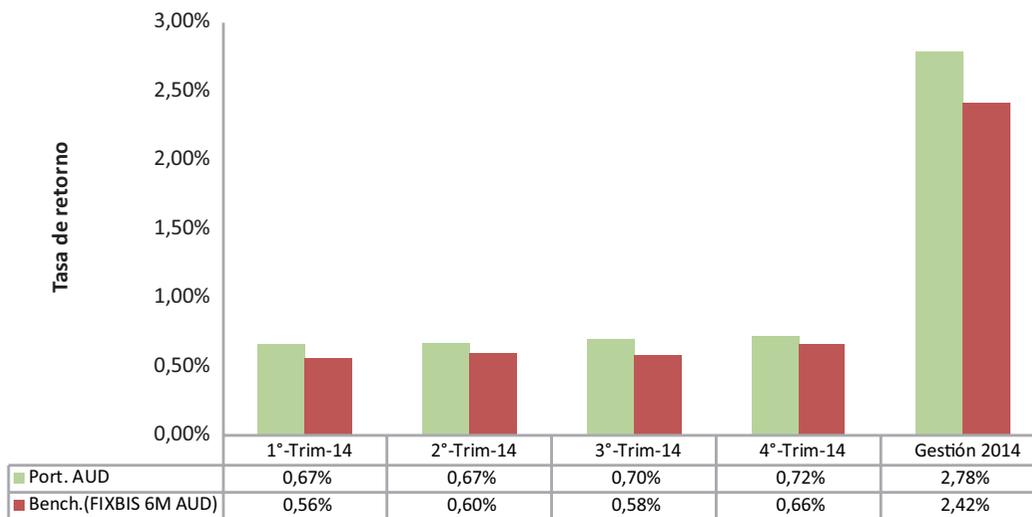
Gráfico N° 45
Estructura por plazo



La calidad crediticia de las inversiones se mantuvo sin cambios manteniendo una exposición del 100% en emisiones en AA.

Al 31 de diciembre 2014, el portafolio en dólares australianos generó un retorno de 2,78%, 36 p.b. por encima de su comparador referencial (Gráfico N° 46).

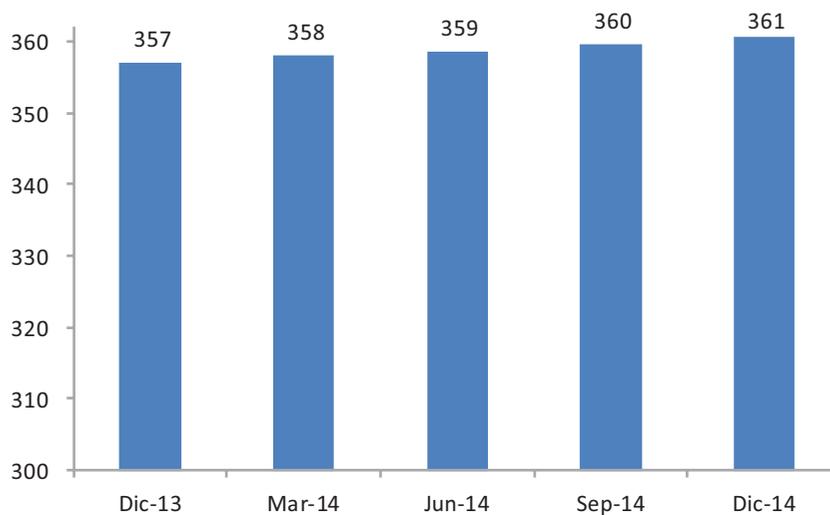
Gráfico N° 46
Rendimiento trimestral y Anual del Portafolio Global-AUD



4.2.2.7. Inversiones en dólares canadienses

Durante la gestión 2014, el valor de mercado del portafolio en dólares canadienses se incrementó en CAD 4 millones, alcanzando un total de CAD 361 millones, como resultado de las ganancias generadas de las inversiones en el portafolio (Gráfico N° 47).

Gráfico N° 47
Valor de Mercado canadienses
(En millones de CAD)



Durante el 2014, la estrategia de inversión principal fue mantener inversiones en el sector de agencia y supranacionales con una participación al finalizar la gestión de 71% y 29% del total respectivamente (Gráfico N° 48). Respecto a la estructura por país, la exposición en Francia se redujo a 57%, incrementando la exposición en Corea del Sur a 14% y manteniéndose un 29% en supranacionales, aumentando así la diversificación del portafolio y aprovechando las atractivas tasas de estos mercados (Gráfico N° 49).

Gráfico N° 48
Estructura del Portafolio por Sector

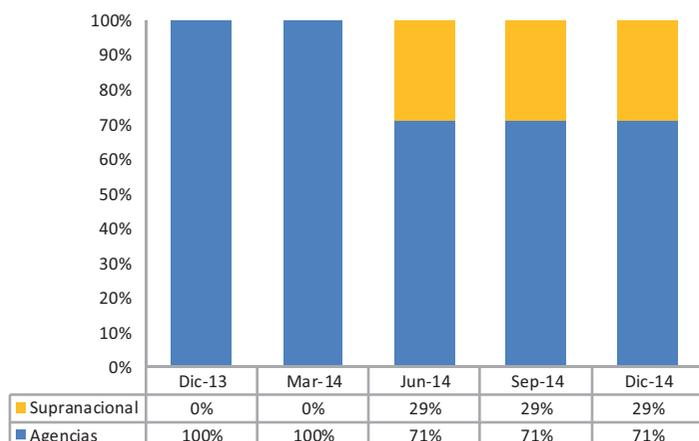
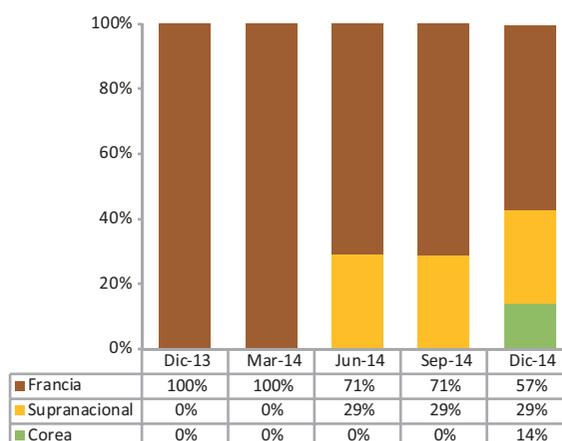


Gráfico N° 49
Estructura del Portafolio por País y Supranacional



Por otro lado, se realizaron inversiones a 12 meses que incrementaron la exposición en el tramo de 9 a 12 meses a 15% al finalizar la gestión (Gráfico N° 50). Asimismo, la composición del portafolio al finalizar la gestión se mantuvo en 71% en AA y 29% en emisores AAA, incrementando así la calidad crediticia de este portafolio en relación a la gestión anterior (Gráfico N° 51).

Gráfico N° 50
Estructura del Portafolio por plazo

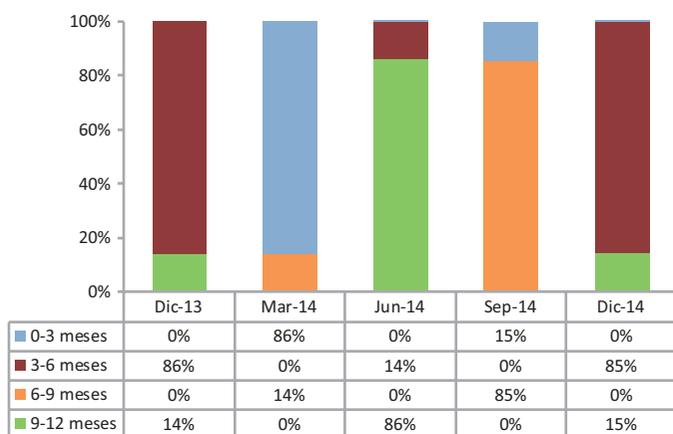
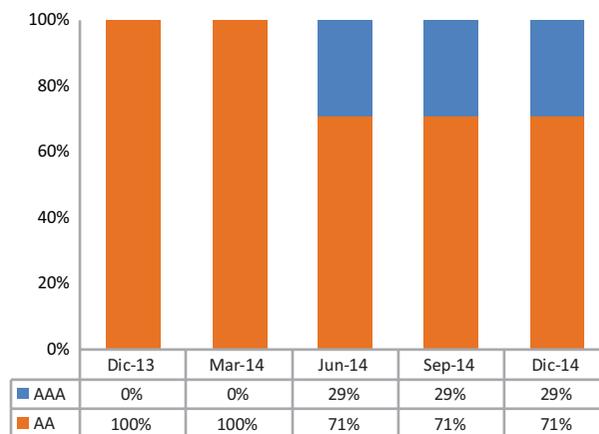


Gráfico N° 51
Estructura por calificación crediticia



El rendimiento alcanzado por el portafolio durante la gestión fue de 1,15%, 17 p.b. por encima de su comparador referencial (Gráfico N° 52).

Gráfico N° 52
Retorno trimestral del Portafolio Global – CAD



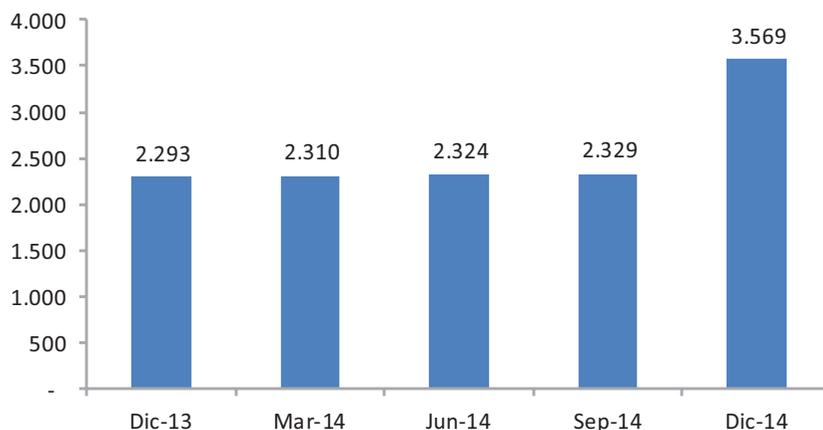
4.2.2.8. Inversiones en Renminbis Chinos

Durante la gestión, las inversiones en renminbis tuvieron dos cambios importantes:

- i) Se incrementó la exposición del portafolio al sector gobierno a través del Fondo de Inversión del BIS denominado BISIP Serie CNY³ por CNY 309,2 millones equivalente a USD 50 millones.
- ii) Se incrementó las inversiones en Renminbis chinos offshore con fecha valor 30 de octubre de 2014 por CNH 1.222,1 millones equivalente a USD 200 millones.

De esta manera, durante la gestión 2014, el valor de mercado del portafolio en renminbis se incrementó en CNH 1.276 millones alcanzando un total de CNH 3.569 millones, por los ingresos generados por las inversiones y las nuevas transacciones por CNH 1.222,1 millones (Gráfico N° 53).

Gráfico N° 53
Valor de Mercado renminbis chinos
(En millones de yuanes renminbi)



En relación al plazo de inversión, la estrategia durante la gestión fue la de incrementar la exposición del portafolio en el tramo entre 12 a 36 meses, finalizando la gestión con una participación del 37% en este tramo. Asimismo, se redujo la exposición en el tramo de 3 a 6 meses de 72% a 30% y se incrementó

³ El Fondo BISIP Serie CNY es un fondo de inversiones compuesto de títulos Soberanos de China en CNY administrado por el BIS, el cual fue creado para apoyar a los bancos centrales en su esfuerzo para diversificar sus reservas internacionales en el sector soberano de mercados emergentes en moneda local.

la exposición en el tramo de 0 a 3 meses por la proximidad de los vencimientos de las inversiones (Gráfico N° 54). La calidad crediticia del portafolio mejoró, con inversiones AAA que alcanzan 23% del portafolio, 18% en AA y 59% en A (Gráfico N° 55).

Gráfico N° 54
Estructura por plazo

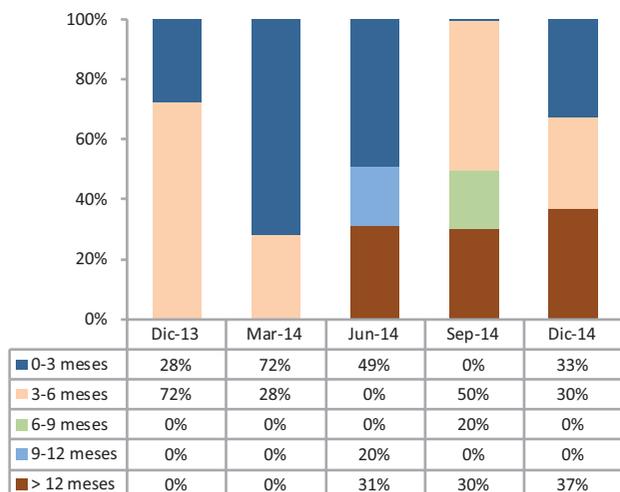
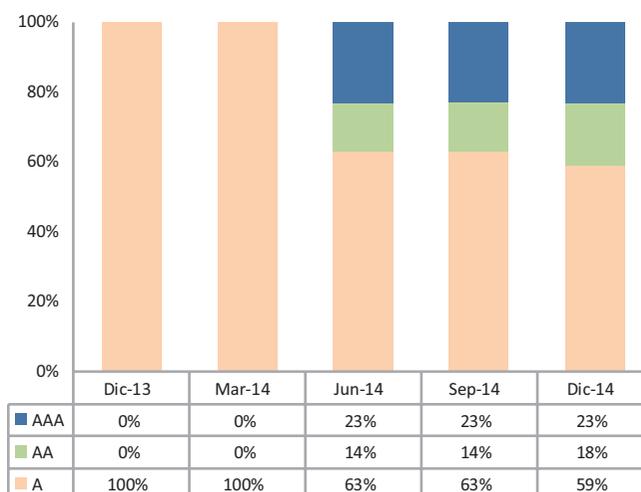


Gráfico N° 55
Estructura por calificación crediticia



Durante la gestión 2014, la estrategia de spread del portafolio fue mantener inversiones en el sector bancario con una participación de 50%, en el sector de agencias con 39%, en el sector de gobierno con 9% e inversiones en el sector supranacional de 2% (Gráfico N° 56).

Respecto a la estructura por país, se mantuvo la exposición a Hong Kong con un 50% y se incrementó la exposición a Corea del Sur y Canadá a 9% en cada uno, incrementando la diversificación del portafolio (Gráfico N° 57).

Gráfico N° 56
Estructura del Portafolio por Sector

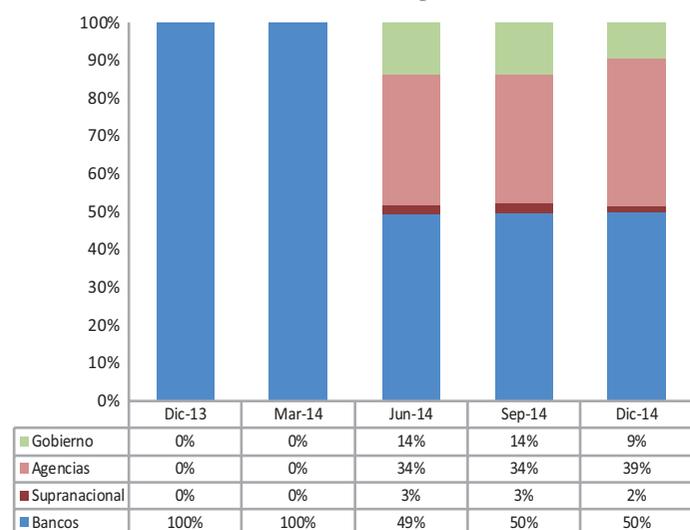
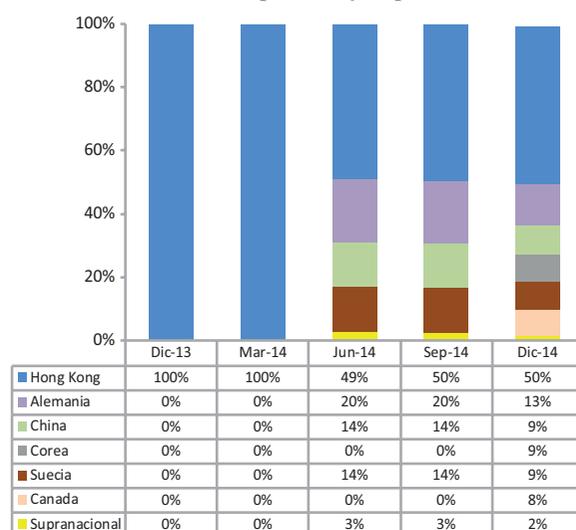
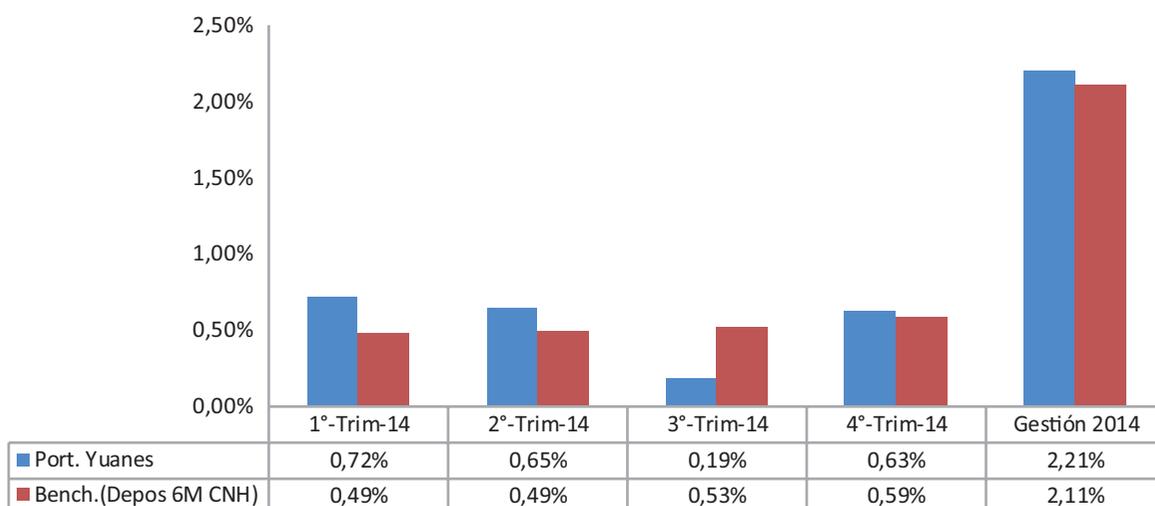


Gráfico N° 57
Estructura del Portafolio por País y Supranacional



El retorno del portafolio durante la gestión fue de 2,21%, 10 p.b. por encima del comparador referencial.

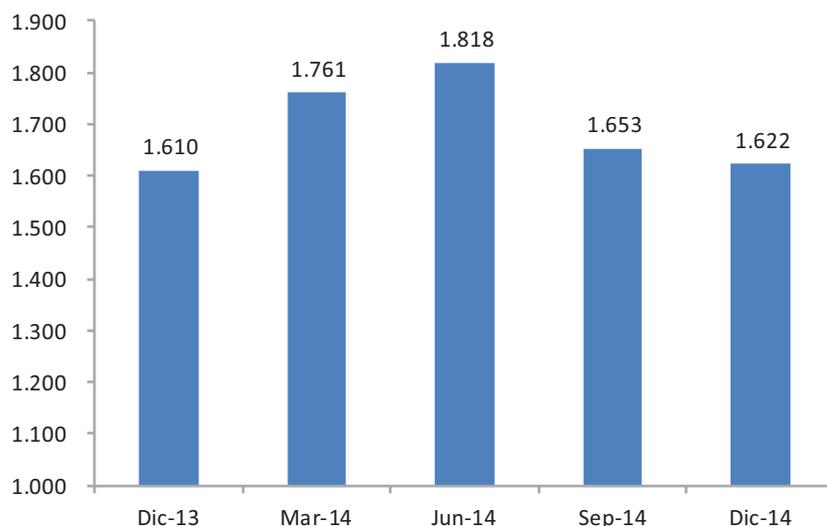
Gráfico N° 58
Retorno trimestral de las inversiones en CNY/CNH



4.2.3. Portafolio Oro

Durante la gestión 2014, el valor de mercado del Portafolio de Oro se incrementó en USD 12 millones, pasando de USD 1.610 millones a USD 1.622 millones por los ingresos generados por las inversiones y un ligero incremento del precio del metal (Gráfico N° 59).

Gráfico N° 59
Valor de mercado del portafolio de oro
(En millones de USD)



Durante la gestión 2014, las tasas ofrecidas para depósitos de oro a 6 y 12 meses tuvieron un comportamiento volátil, la tasa a 6 meses promedio cayó de 0,07% a 0,03% y la tasa a 12 meses se ubicó en 0,14% menor a la registrada de 0,16% a inicios de la gestión. Este movimiento se debió a la decisión de algunos bancos centrales de repatriar sus reservas de oro físico lo que reduce la cantidad de oro disponible para préstamos en el mercado y así también por los programas de estímulo en Europa, Japón y China, que incrementan la liquidez en sus respectivas monedas (Gráfico N° 60).

Gráfico N° 60
Tasas de interés de depósitos en oro
En %



Fuente: Bloomberg

La estrategia para el portafolio fue la de invertir en depósitos a plazo fijo en el sector bancario con plazos de hasta 12 meses para aprovechar el empinamiento de la curva. El portafolio se encuentra invertido en su totalidad en el sector bancario, principalmente en bancos franceses que alcanzaron una participación de 53% del total (Gráfico N° 61).

Gráfico N° 61
Estructura del Portafolio de Oro por país

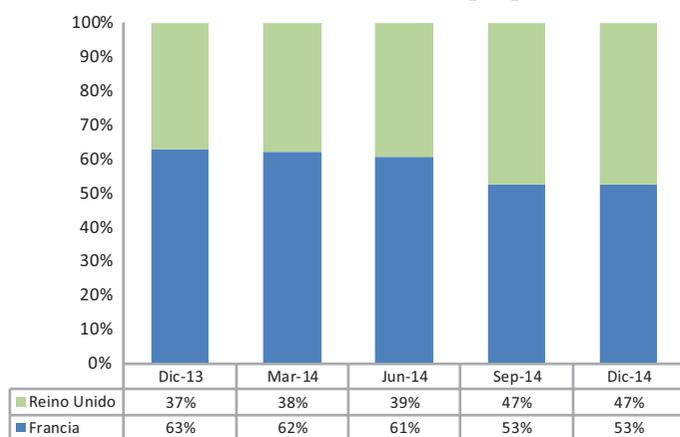
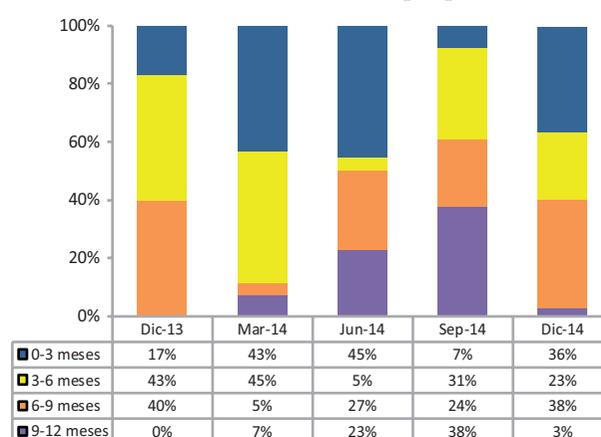


Gráfico N° 62
Estructura del Portafolio de Oro por plazo



Respecto a los plazos de inversión, al finalizar la gestión la estructura del portafolio muestra una concentración de 38% en el plazo de 6-9 meses seguida de 36% en el plazo de 0-3 meses. (Gráfico N° 62)

Durante la gestión 2014, el portafolio tuvo un rendimiento de 0,43%, generando un ingreso de USD 7,9 millones (Cuadro N° 7).

Cuadro N° 7
Rendimiento Trimestral del Portafolio Oro

| | 1°-Trim-14 | 2°-Trim-14 | 3°-Trim-14 | 4°-Trim-14 | Gestión 2014 |
|-------------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| Rend. Port. Oro | 0,00% | 0,11% | 0,10% | 0,10% | 0,43% |
| Ingresos (En mill. USD) | 2,3 | 2,1 | 1,9 | 1,7 | 7,9 |

4.3. Resultados de la inversión de las Reservas Internacionales

La inversión de las reservas monetarias internacionales se ha efectuado con criterios de seguridad, preservación de capital, liquidez, diversificación y rentabilidad. La generación de ingresos responde a condiciones de mercado manteniendo un adecuado perfil riesgo-retorno de los portafolios. En el siguiente cuadro se presentan los ingresos generados desde la gestión 2010.

Cuadro N° 8
Rendimiento e ingresos por la inversión de las reservas monetarias^(*)

| Año | Rendimiento (%) | Ingresos (En miles de USD) |
|------|-----------------|----------------------------|
| 2010 | 0,65 | 46.827 |
| 2011 | 0,88 | 77.062 |
| 2012 | 1,14 | 120.288 |
| 2013 | 0,62 | 70.364 |
| 2014 | 0,76 | 93.995 |

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

En la gestión 2014, las reservas internacionales generaron ingresos por USD 101,9 millones equivalente a una tasa de retorno de 0,71%, las inversiones de las reservas monetarias generaron USD 94,0 millones y las de oro rindieron USD 7,9 millones.

Cuadro N° 9
Rendimiento e ingresos por la inversión de las Reservas Internacionales^(*)

| | Gestión 2013 | | Gestión 2014 | |
|--|----------------------------|--------------|----------------------------|--------------|
| | Ingresos (En miles de USD) | Retorno | Ingresos (En miles de USD) | Retorno |
| CAPITAL DE TRABAJO | 510 | 0,26% | 581 | 0,30% |
| PORTAFOLIO DE LIQUIDEZ | 65.078 | 0,82% | 58.673 | 0,67% |
| TOTAL TRAMO PRECAUTORIO | 65.588 | 0,80% | 59.253 | 0,66% |
| PORTAFOLIO 0-3 AÑOS (Externo) | 1.595 | 0,32% | 3.915 | 0,78% |
| PORTAFOLIO 0-5 AÑOS | - | - | 20 | 0,05% |
| PORTAFOLIO TIPS | (28.167) | -5,51% | 2.354 | 0,49% |
| PORTAFOLIO GLOBAL ⁽¹⁾ | 31.348 | 1,27% | 28.454 | 1,13% |
| TOTAL TRAMO DE INVERSIÓN | 4.776 | 0,19% | 34.742 | 0,99% |
| TOTAL RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES | 70.364 | 0,62% | 93.995 | 0,76% |
| PORTAFOLIO ORO | 12.474 | 0,59% | 7.930 | 0,43% |
| TOTAL RESERVAS INTERNACIONALES | 82.838 | 0,62% | 101.925 | 0,71% |

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

⁽¹⁾ El Portafolio Global incluye al Portafolio Euro desde el 16 de septiembre de 2014

Parte de los ingresos generados por la inversión de las reservas fue transferida al TGN para el pago del Bono Juana Azurduy, beneficiando a mujeres embarazadas y a niños(as) menores a 2 años que durante la gestión 2014 alcanzó a Bs 156,6 millones equivalente a USD 22,8 millones.

Respecto a los rendimientos obtenidos por la inversión de las reservas internacionales comparados con los portafolios de referencia (benchmarks), en la gestión 2014 el BCB generó exceso de retornos en todos los portafolios con excepción del Portafolio TIPS, el Portafolio de Liquidez superó a su comparador en 46 puntos básicos (p.b.), el Portafolio 0-3 años (externo) en 32 p.b. y el Portafolio Global en 28 p.b. tal como se muestra en el siguiente cuadro (Cuadro N° 10).

Cuadro N° 10
Rendimiento de los Portafolios en comparación con sus benchmarks^(*)

| | Gestión 2013 | | | Gestión 2014 | | |
|--|--------------|--------------|-----------------------|--------------|--------------|-----------------------|
| | Portafolio | Benchmark | Diferencia (En pb) | Portafolio | Benchmark | Diferencia (En pb) |
| Capital de Trabajo | 0,26% | --- | --- | 0,30% | 0,05% | 25 |
| Portafolio de Liquidez | 0,82% | 0,34% | 48 | 0,67% | 0,21% | 46 |
| Portafolio 0-3 años (externo) | 0,32% | 0,24% | 8 | 0,78% | 0,46% | 32 |
| Portafolio 0-5 años | - | - | - | 0,05% | 0,04% | 1 |
| Portafolio TIPS | -5,51% | -5,59% | 8 | 0,49% | 0,87% | -39 |
| Portafolio Global ⁽¹⁾ | 1,27% | 0,73% | 55 | 1,13% | 0,85% | 28 |
| Total Reservas Monetarias Internacionales | 0,62% | 0,17% | 45 | 0,76% | 0,38% | 38 |

^(*) Los retornos no son anualizados y no incluyen las variaciones cambiarias del oro, euro, dólar canadiense, dólar australiano y yuán

⁽¹⁾ El Portafolio Global incluye al Portafolio Euro desde el 16 de septiembre de 2014

5. Gestión de Riesgos Financieros

5.1. Cumplimiento de normas y límites

El Departamento de Control de Inversiones certifica que durante la gestión de 2014 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).

El 16 de septiembre de 2014 se aprobó un nuevo Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales (R.D. N°119/2014) con la nueva Estructura Estratégica de Activos que autoriza la inversión en dos nuevos portafolios: Portafolio 0-3 años (interno), Portafolio 0-5 años a vencimiento y un incremento en la inversión en renminbis yuanes.

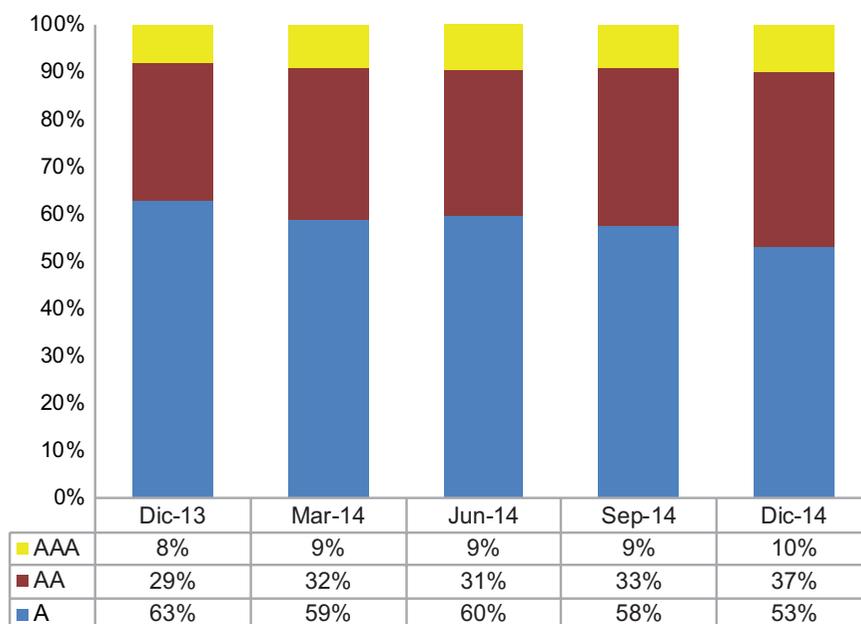
En lo que respecta al cumplimiento de los lineamientos de Inversión del Fondo RAL – ME, en fecha 19 de diciembre de 2014 se reportó un incumplimiento por parte del Administrador Delegado Allianz que efectuó una inversión en una plaza no autorizada. El incumplimiento se corrigió con la venta del título el 6 de enero de 2015.

5.2. Riesgo crediticio

5.2.1. Composición por calificación de riesgo crediticio

Durante la gestión 2014 se mantuvo una adecuada calidad crediticia de las inversiones, en concordancia con lo establecido en el Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales.

Gráfico N° 63
Total Reservas Internacionales
Composición por calificación crediticia



Con relación a la gestión 2013 las inversiones AAA y AA se incrementaron en 2% y 8% respectivamente, mientras que las inversiones A se redujeron en 10% (Gráfico N° 71).

5.2.2. Cambios en la calificación crediticia de las contrapartes del BCB

En la gestión 2014, Fitch disminuyó la calificación crediticia de Francia y en consecuencia de algunas agencias de gobierno. Son 3 las agencias gubernamentales que disminuyeron su calificación crediticia de AA+ a AA en el mes de diciembre de 2014 tal como se observa en el Cuadro N° 11.

Cuadro N° 11
Disminuciones de calificación crediticia

| Entidad /País | País | Calificación de Largo Plazo | | Fecha de último cambio |
|-----------------|---------|-----------------------------|----|------------------------|
| | | DE | A | |
| Agencias | | | | |
| ACOSS | Francia | AA+ | AA | 12-dic-14 |
| CADES | Francia | AA+ | AA | 18-dic-14 |
| CDC | Francia | AA+ | AA | 18-dic-14 |
| Países | | | | |
| Francia | | AA+ | AA | 12-dic-14 |

5.2.3. VaR crediticio

La máxima pérdida esperada por un evento de riesgo crediticio (default) con un nivel de confianza de 99.9% para el Tramo Precautorio y el Tramo de Inversión se ha mantenido por debajo de 1% y 0.9% respectivamente. Este riesgo ha disminuido durante el último trimestre debido a las inversiones en agencias de gobierno en el Portafolio Global y en el Portafolio 0-5 años (Gráfico N° 64 y N° 65).

Gráfico N° 64
VaR crediticio al 99,9%
Tramo Precautorio

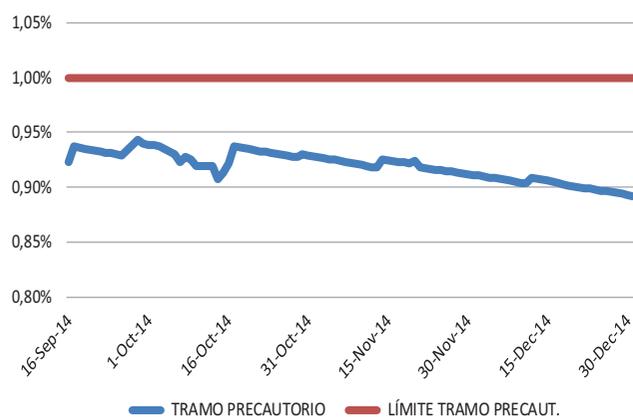
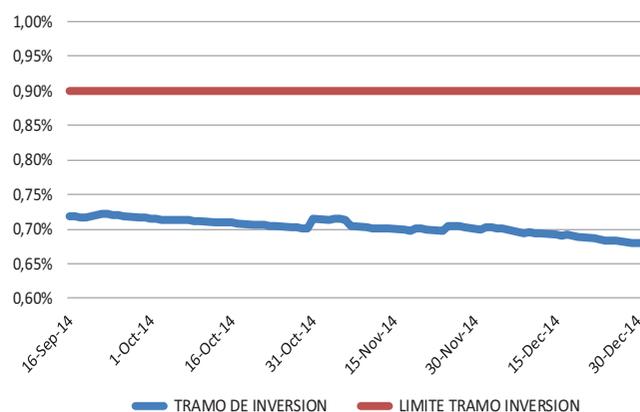


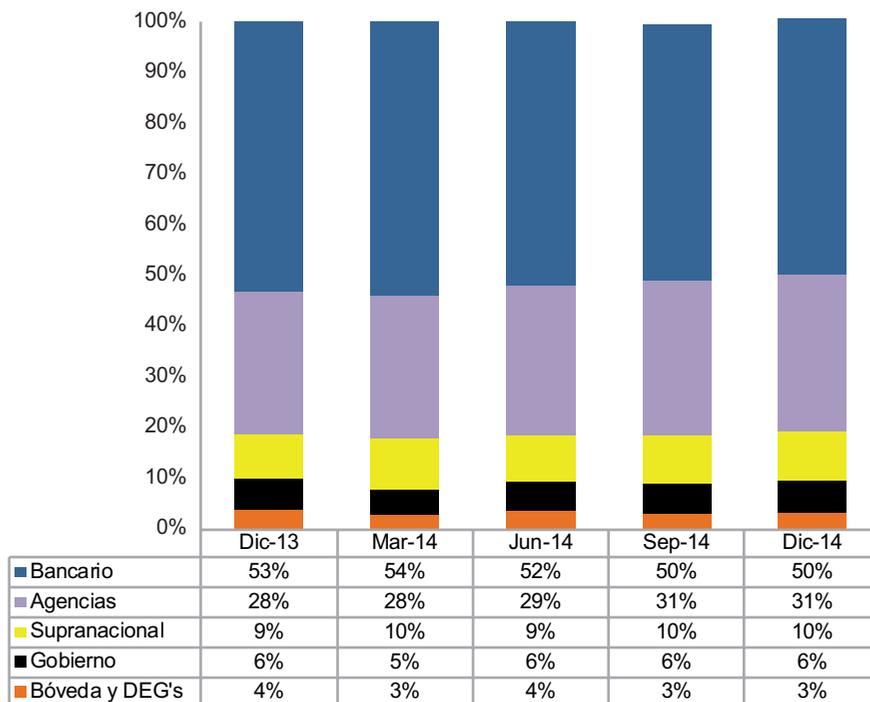
Gráfico N° 65
VaR crediticio al 99,9%
Tramo de Inversión



5.2.4. Composición por sector

Con relación a la gestión anterior, se incrementaron las inversiones en Agencias y supranacionales en 3 y 1 puntos porcentuales respectivamente, la exposición al sector bancario se redujo en 3 puntos porcentuales (Gráfico N° 66).

Gráfico N° 66
Composición del total de Reservas Internacionales por sector de inversión

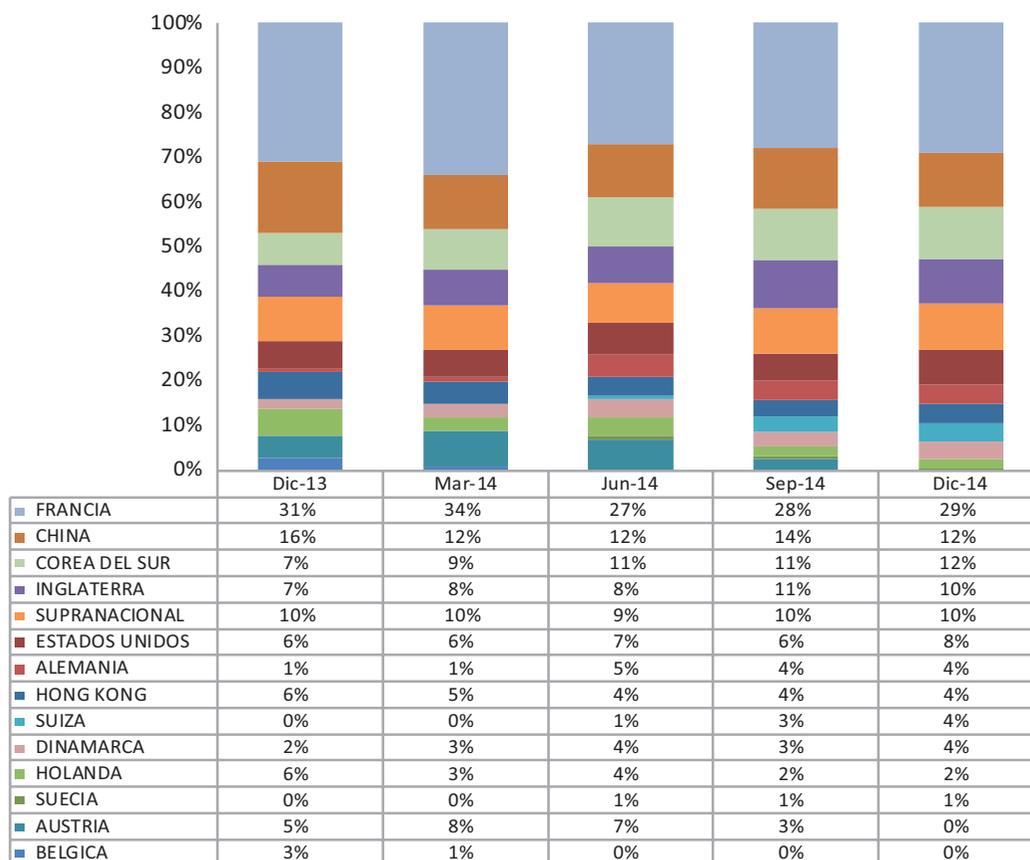


Dentro de cada sector se mantuvieron niveles adecuados de diversificación: a diciembre de 2014, la exposición por banco no superó el 5% y las inversiones por agencia y por entidad supranacional no superaron el 15% de las reservas monetarias internacionales.

5.2.5. Composición por país

Al 31 de diciembre de 2014, el 29% de las Reservas Internacionales se encuentran invertidas en Francia, el 12% en China y el 12% en Corea del Sur. Durante la gestión se incrementaron las inversiones en Corea del Sur, Inglaterra y Estados Unidos logrando una mayor diversificación (Gráfico N° 67).

Gráfico N° 67
Composición del total de Reservas Internacionales por país

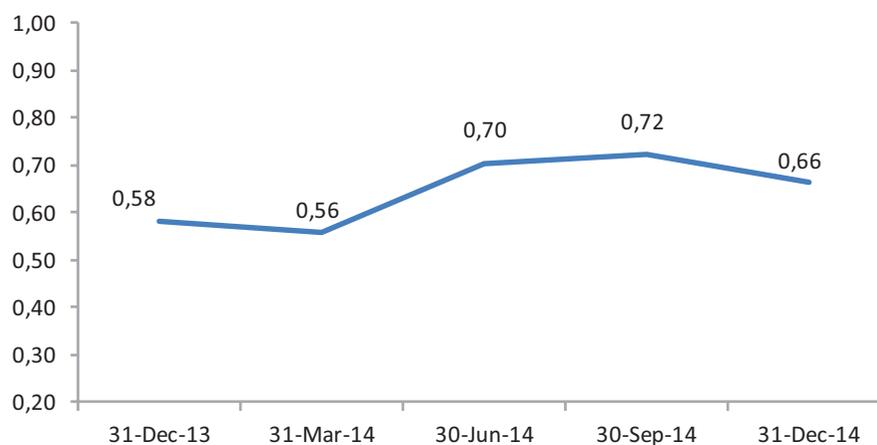


(*) No incluye Bóveda y DEG's

5.3. Riesgo de mercado

A diciembre de 2014, la duración de las reservas internacionales ascendió a 0,66 años equivalente a 8 meses. Durante la gestión, la duración se incrementó levemente debido a las inversiones a mayor plazo en el Portafolio Global y el de 0-5 años. A pesar de este incremento, las inversiones en promedio continúan siendo de corto plazo –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° 68).

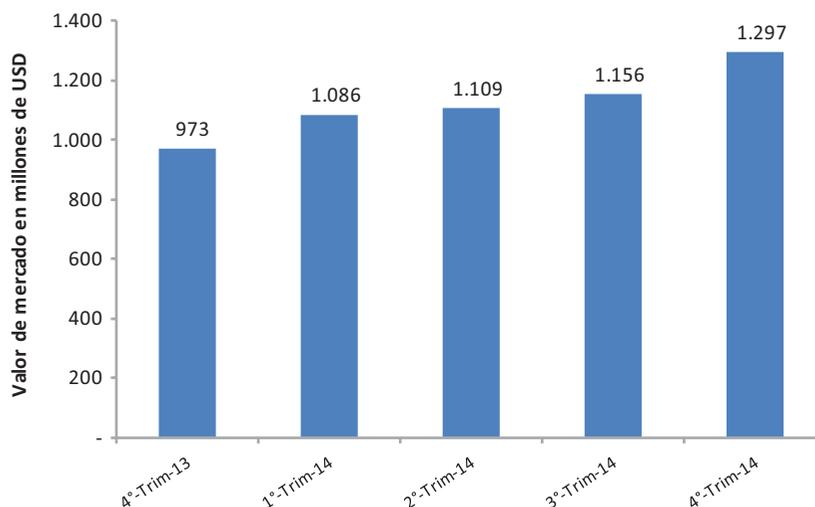
Gráfico N° 68
Duración de las Reservas Internacionales



6. Administración del portafolio RAL-ME

El valor del portafolio del Fondo RAL-ME, administrado por Amundi Asset Management (Francia) y Allianz Global Investors (Alemania) alcanzó un valor de mercado de USD 1.297,4 millones, con un incremento de USD 324,9 millones desde inicio de año por el incremento de la tasa de encaje legal en moneda extranjera así como por las ganancias de las inversiones (Gráfico N°69).

Gráfico N° 69
Evolución del Portafolio RAL ME



El administrador delegado Amundi, durante la gestión 2014, redujo sus posiciones en títulos de gobierno y bancario de 16% a 14% y de 31% a 29% respectivamente e incrementó su exposición en agencias a 22% (Gráfico N° 70). El administrador delegado Allianz tuvo una estrategia similar, reduciendo su posición en títulos de gobierno e incrementando su exposición en agencias y en el sector bancario (Gráfico N°71).

Gráfico N° 70
Estructura por sector - RAL-Amundi

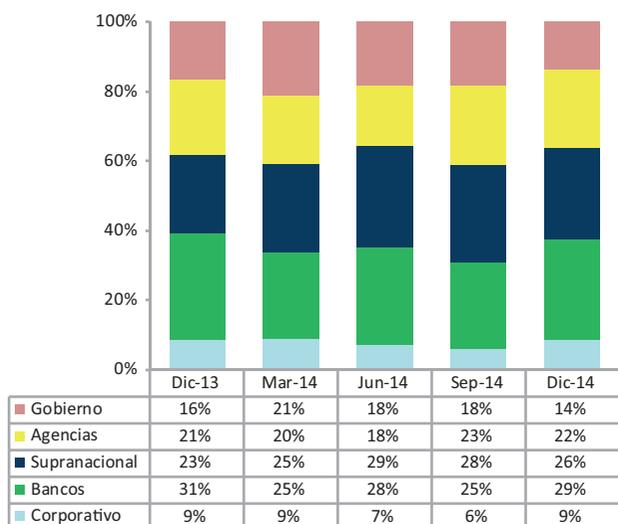
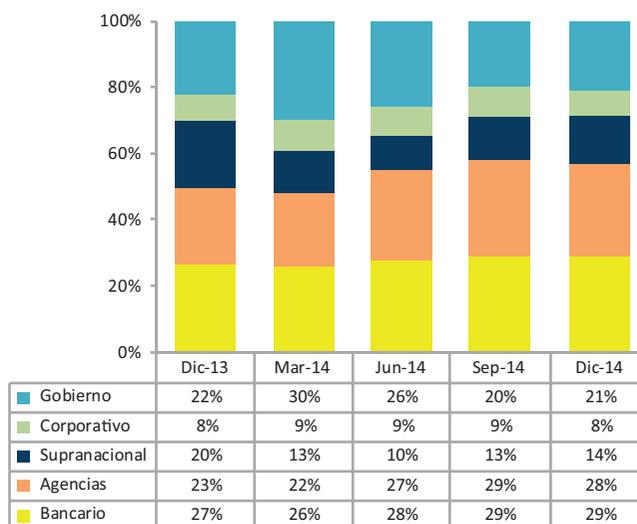


Gráfico N° 71
Estructura por sector - RAL-Allianz



En relación a los plazos de inversión, durante la gestión 2014, Amundi incrementó el plazo de sus inversiones a través de inversiones en los tramos mayores a 9 meses (Gráfico N° 72). Allianz incrementó los vencimientos en el tramo de 6 a 9 meses, especialmente durante el cuarto trimestre llegando a un 25% del portafolio en este tramo (Gráfico N° 73).

Gráfico N° 72
Estructura por plazo - RAL-Amundi

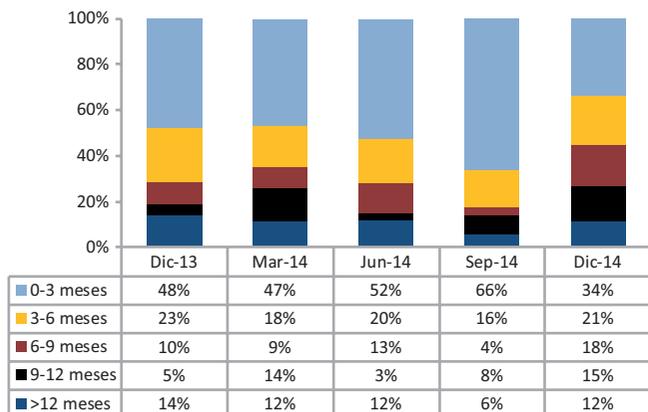
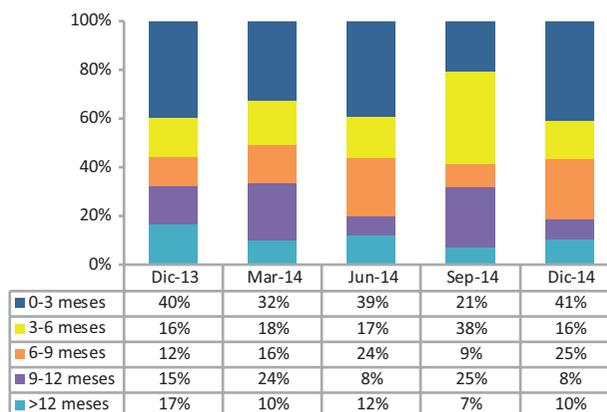


Gráfico N° 73
Estructura por plazo - RAL-Allianz



Como se muestra en los Gráficos N° 74 y N° 75, en general ambos administradores mantuvieron una duración mayor a la del comparador referencial durante la gestión 2014 a pesar de que en el mercado se incrementaron las expectativas de subidas de tasas durante el 2015. Dado el empinamiento de la curva, las tasas alcanzadas en los tramos largo compensan de sobremanera el efecto de duración mayor en escenarios de subida moderada de tasas.

Gráfico N° 74
Duración Ral-Amundi

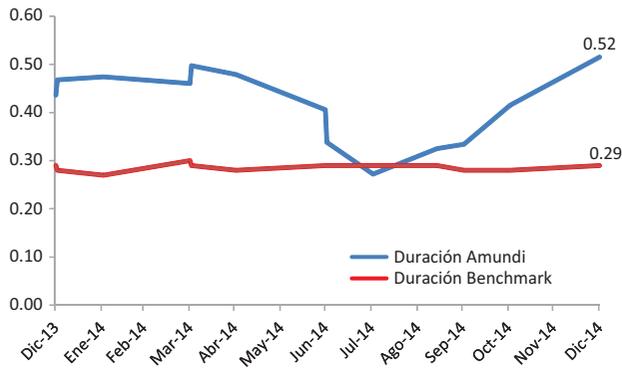
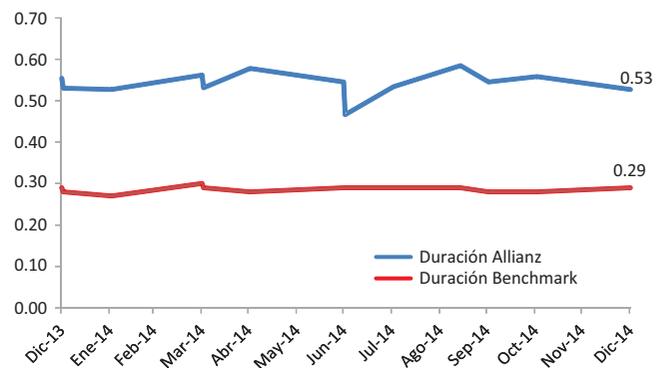
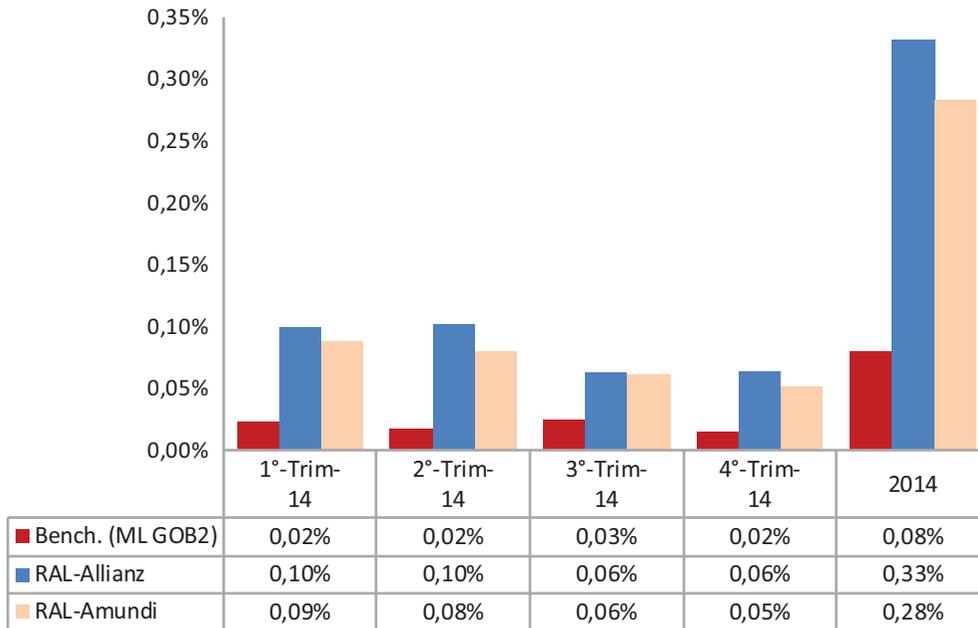


Gráfico N° 75
Duración Ral-Allianz



Durante la gestión, Amundi obtuvo un retorno de 0,28%, 20 p.b. por encima del benchmark generando ingresos por USD 1,5 millones, mientras que Allianz rindió 0,33%, 25p.b. por encima del benchmark con un ingreso de USD 1,8 millones (Gráfico N° 76).

Gráfico N° 76
Rendimiento del Fondo RAL-ME por Administrador Delegado

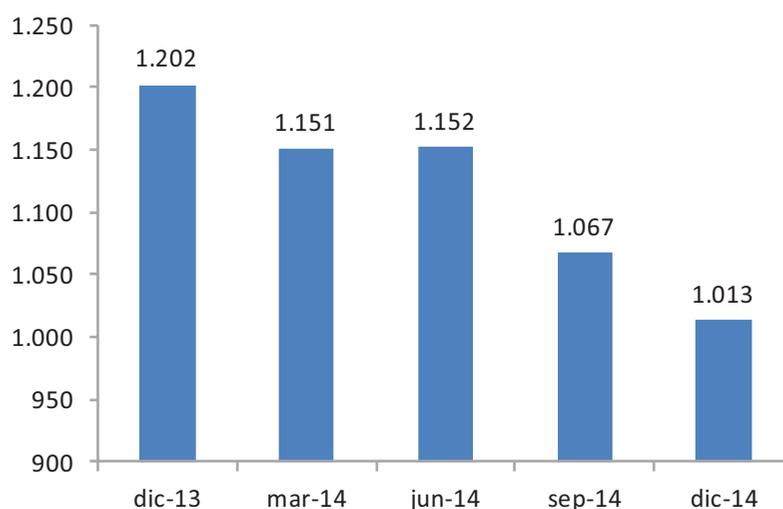


7. Portafolio FINPRO

De acuerdo a la Ley 232 de fecha 9 de abril de 2012, se aprobó la creación del Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO) y se definieron los mecanismos de financiamiento y asignación de sus recursos a través del Decreto Supremo N° 1367 del 3 de octubre de 2012, estableciéndose una transferencia no reembolsable del BCB con recursos de las reservas internacionales de USD 600 millones y un préstamo del BCB por USD 600 millones a un plazo de 30 años. De acuerdo al Contrato de Administración e inversión de recursos del fideicomiso del FINPRO, se establece que los recursos del Fideicomiso FINPRO serán invertidos por el BCB de manera análoga a las inversiones de las Reservas Internacionales.

Durante la gestión 2014, el valor de mercado del portafolio FINPRO se redujo en USD 189 millones por los desembolsos ejecutados durante el periodo, alcanzando un valor de mercado de USD 1.013 millones (Gráfico N° 77).

Gráfico N° 77
Evolución del portafolio FINPRO
(Valor de mercado en millones de USD)



Los desembolsos efectuados, durante la gestión 2014 alcanzaron a USD 195,1 millones mientras que durante la gestión 2013 se realizó un solo desembolso por USD 81.688 a la Empresa Pública Quipus, como se muestra en el siguiente cuadro.

Cuadro 12: Desembolsos de FINPRO
Al 31 de diciembre de 2014

| Institución | Fecha | Monto en USD |
|--------------------------------|-----------|-----------------------|
| ECEBOL | | |
| 1er desembolso | 7-jul-14 | 558.000,00 |
| 2do desembolso | 1-ago-14 | 73.247.925,30 |
| EMPRESA PÚBLICA QUIPUS | | |
| 1er desembolso | 5-dic-13 | 81.688,00 |
| 2do desembolso | 24-ene-14 | 24.336.100,00 |
| 3er desembolso | 21-mar-14 | 28.881.205,00 |
| LACTEOSBOL | 8-dic-14 | 2.109.778,00 |
| YACANA EMP. TRANSF. CAMELIDOS | 21-oct-14 | 11.973.533,70 |
| EMP. MINERA HUANUNI | 5-sep-14 | 12.775.810,50 |
| PLANTA. APÍCOLA PROMIEL | 5-dic-14 | 583.090,38 |
| PLANTA FUNDICIÓN AUSMELT-VINTO | 10-dic-14 | 40.583.090,38 |
| TOTAL | | 195.130.221,26 |

Respecto a las inversiones, la estrategia principal del portafolio fue mantener una exposición importante a emisiones de spread, a fin de aprovechar las mayores tasas de rendimiento en este sector. Al finalizar la gestión, la composición del portafolio fue de 45% en el sector bancario, 40% en emisiones de agencias de gobiernos y 15% en instituciones supranacionales (Gráfico N° 78).

Durante la gestión se incrementó la diversificación por país, con un incremento en las inversiones en Corea del Sur y el Reino Unido que alcanzan una participación de 20% y 8% respectivamente, aprovechando las tasas atractivas ofrecidas por estas contrapartes y la alta calidad crediticia de los emisores de estos países (Gráfico N° 79).

Gráfico N° 78

Estructura del Portafolio por Sector

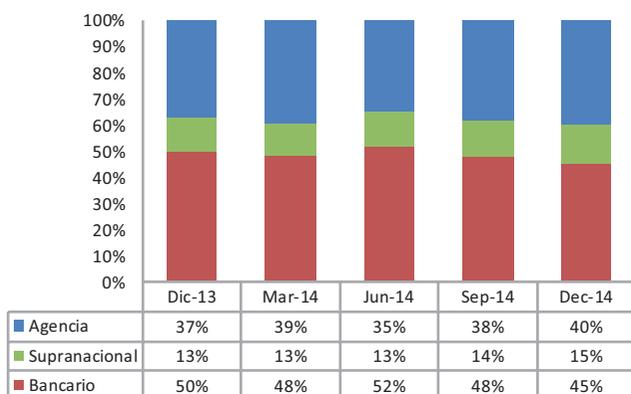
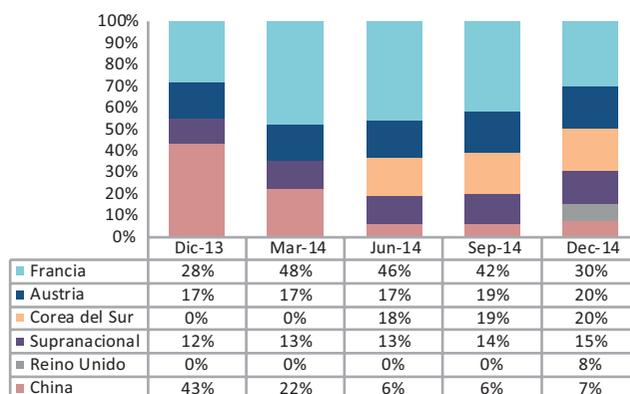


Gráfico N° 79

Estructura del Portafolio por País y Supranacional



La estructura por plazo muestra una mayor concentración en los tramos más cortos en relación a la gestión anterior, debido a la reducción de los plazos de vencimiento por el pasar del tiempo que tiene un efecto mayor al de las reinversiones cuando se tienen maduraciones, dada la falta de ingreso de capital adicional (Gráfico N° 80).

Se incrementó la exposición a emisiones AA, subiendo ligeramente la calidad crediticia del portafolio en relación a la gestión anterior, 65% del portafolio se encuentra expuesto a emisiones A y 35% a emisiones AA (Gráfico N° 81).

Gráfico N° 80
Estructura por plazo

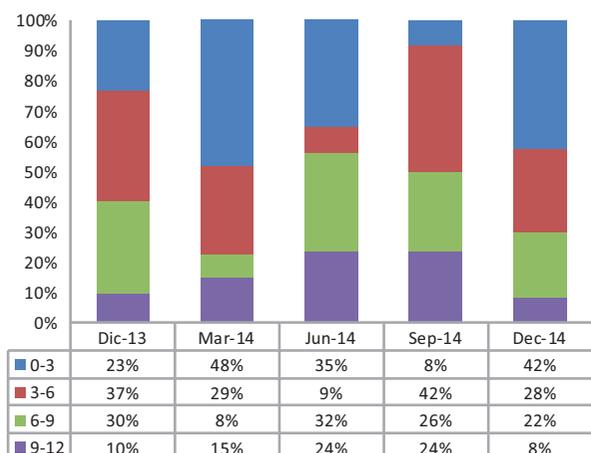
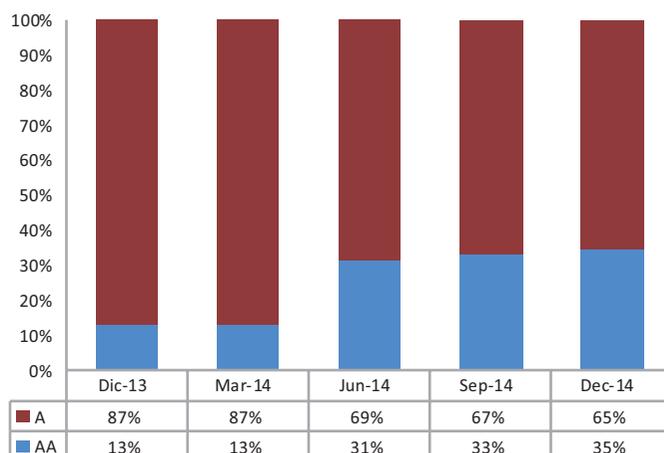
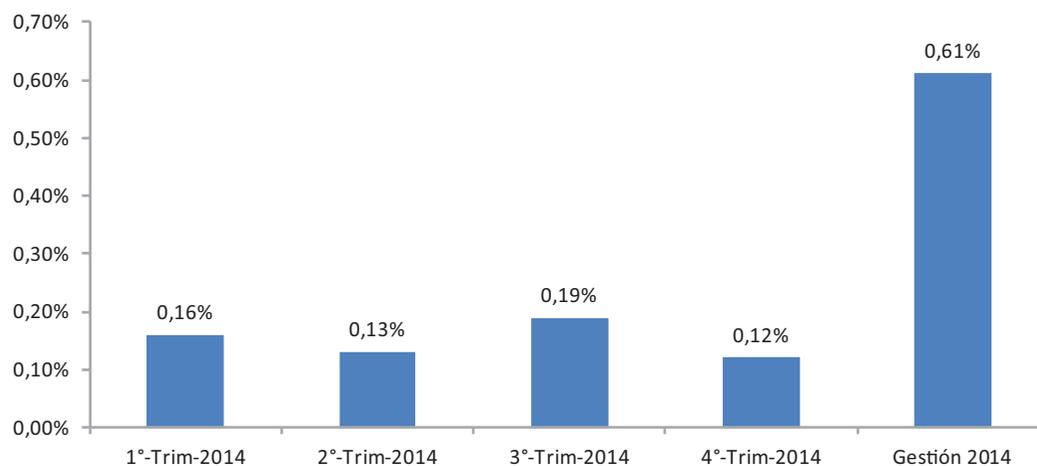


Gráfico N° 81
Estructura por calificación crediticia



Durante la gestión 2014, el portafolio generó un retorno de 0,61% y un ingreso de USD 6,8 millones (Gráfico N° 82).

Gráfico N° 82
Rendimiento del Portafolio FINPRO



8. Perspectivas para el 2015

Para el 2015 se espera que los fundamentos de la economía de EE.UU. continúen mostrando datos positivos lo que impulsaría las expectativas del inicio de una normalización de su tasa de referencia en la segunda mitad de la gestión.

En este contexto, se espera que los rendimientos de las Notas del Tesoro de EE.UU. en los todos los tramos de la curva se incrementen durante el 2015 aunque de manera gradual dada las bajas expectativas de inflación por los bajos precios del petróleo. El incremento sería mayor en los tramos cortos ocasionando un aplanamiento de la curva. En el mediano plazo, se espera que el crecimiento de la economía estadounidense continúe, por lo que las tasas continuarían subiendo como consecuencia de una política monetaria contractiva.

En cuanto a la Zona Euro, el mercado espera una recuperación moderada de su economía impulsada por Alemania y Francia, con una inflación por debajo de la meta del BCE, que incentivaría a que el banco central mantenga sus estímulos de bajas tasas de interés y la aplicación de un programa de compra de activos. Se espera que las economías emergentes muestren un crecimiento moderado y menor, en especial en aquellas economías altamente dependientes del precio del petróleo y de los commodities.

Este crecimiento positivo de EE.UU. con subida de tasas y el débil crecimiento de Europa y algunos países emergentes, presionaría a una mayor apreciación del dólar estadounidense durante el año, lo que implicaría una depreciación del EUR, CAD y AUD. Se espera que el CNY/CNH por su parte se aprecie ligeramente por la elevada demanda de los activos financieros en este mercado a pesar de las menores perspectivas de crecimiento de su economía en relación a gestiones anteriores.

En este escenario, el BCB continuará invirtiendo las reservas internacionales bajo lineamientos de inversión prudentes y fortaleciendo la gestión integral de riesgos y la Estructura Estratégica de Activos.

Glosario de términos

Agencias de gobierno

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

Break Even

Diferencial entre la tasa de interés nominal y la tasa de interés real, permite ver el efecto de la inflación en las tasas de interés.

Capital de Trabajo

Cantidad de reservas internacionales necesaria para atender los requerimientos inmediatos de divisas en efectivo y de pagos al exterior para los sectores público y privado. Está compuesto por inversiones de hasta 7 días, saldos en cuentas corrientes en el exterior y billetes en bóveda.

Capital de Inversión

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

Certificado de Depósito

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

Comparador referencial (Portafolio benchmark)

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

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

Credit Default Swaps (CDS)

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

Criterios de inversión de las reservas internacionales

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

a) Seguridad

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

b) Preservación de Capital

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

c) Liquidez

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

d) Diversificación

Busca mejorar la relación riesgo-retorno de las reservas internacionales en el mediano y largo plazo.

d) Rendimiento

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

Cupón

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

Depósitos a plazo fijo

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

Depósitos overnight

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

Duración

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

Emisiones supranacionales

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

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

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

Ingresos

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

Portafolio

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

Portafolio de Liquidez

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

Portafolio de Oro

Las tenencias de oro del BCB conforman el Portafolio de Oro, con inversiones en depósitos a plazo fijo en entidades financieras y organismos internacionales.

Portafolio Euro

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

Portafolio Global

Portafolio que forma parte del Capital de Inversión, sus inversiones están denominadas en dólares canadienses, australianos y renminbis chinos.

Producto Interno Bruto (PIB)

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

Puntos básicos

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

Rating crediticio

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

Remesa de efectivo

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

Rendimiento

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

Reservas Internacionales

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

Reservas Internacionales Netas

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

Reservas Monetarias Internacionales

Son las reservas internacionales del BCB excluido el oro.

Riesgo

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

Riesgo cambiario

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

Riesgo Crediticio

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

Riesgo de Concentración

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

Riesgo de mercado

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

Riesgo de liquidez

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

Tasa LIBID (London Interbank Bid Rate)

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

Tasa LIBOR (London Interbank Offered Rate)

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

Treasury Bill

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

Treasury Inflation Protected Securities (TIPS)

Títulos Valores del Tesoro Protegidos contra la Inflación

Instrumento de deuda de largo plazo, mayor a un año, emitido por el gobierno de Estados Unidos de Norteamérica cuyo principal se indexa a la inflación y los intereses son calculados en base a este dato ajustado.

Abreviaciones

| | |
|----------------|---|
| AUD | Dólar australiano |
| BCB | Banco Central de Bolivia |
| BCE | Banco Central Europeo |
| BIS | Por sus siglas en inglés, Bank for International Settlement |
| BL | Black-Litterman |
| CAD | Dólar canadiense |
| CADES | Agencia francesa Caisse D’amortissement De La Dette Sociale |
| CAF | Corporación Andina de Fomento |
| CDC | Agencia francesa Caisse Des Depots Et Consignations |
| CNH | Código de la moneda de China para operaciones en los mercados financieros internacionales que no implican inversión en China Continental, si no en Hong Kong. |
| COMIBOL | Corporación Minera de Bolivia |
| CRI | Comité de Reservas Internacionales |
| DCI | Departamento de Control de Inversiones |
| DEG | Derecho Especial de Giro |
| FMS | Agencia alemana FMS Wertmanagement |
| ICO | Agencias española Instituto de crédito oficial |
| EEUU | Estados Unidos de Norteamérica |
| EAA | Estructura estratégica de activos |
| EBO | Empresa Boliviana del Oro |
| EFSF | Por sus siglas en inglés, Mecanismo de estabilidad financiera europea |
| EUR | Código del “euro” en los mercados financieros internacionales |
| FIXBIS | Título de renta fija negociable en el mercado secundario emitido por el BIS |
| FINPRO | Fondo para la Inversión Industrial Productiva |

| | |
|---------------|--|
| FED | Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos de Norteamérica (Banco Central de EEUU) |
| FMI | Fondo Monetario Internacional |
| LIBOR | London Interbank Offered Rate (Tasa interbancaria ofrecida en Londres) |
| p.b. | Puntos básicos |
| PIB | Producto Interno Bruto |
| POM | Portafolio optimo |
| RAMP | Programa de administración delegada del Banco Mundial (Reserves Advisory & Management Program) |
| RAL-ME | Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos en moneda extranjera |
| RIN | Reservas Internacionales Netas |
| TIPS | Treasury Inflation Protected Securities, títulos de renta fija indexados a la inflación. |
| TBill | Letras del tesoro |
| UFV | Unidad de fomento a la vivienda |
| USD | Dólares estadounidenses (por sus siglas en inglés United States Dollar) |
| YPFB | Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos |