

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

---

GESTIÓN 2015

**Banco Central de Bolivia**



Administración de las Reservas Internacionales  
Gestión 2015

400 copias impresas

Fecha de publicación: abril 2016

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

Contenidos Banco Central de Bolivia

Edición: Gerencia de Operaciones Internacionales

Diseño de Impresión: Subgerencia de Comunicación y Relacionamento Institucional

Impreso en

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



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

---

GESTIÓN 2015

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



# Contenido

1. RESUMEN EJECUTIVO .....	7
2. EVOLUCION DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES .....	8
2.1. Variación de las reservas internacionales netas .....	9
2.2. Flujo de ingresos y egresos de las reservas internacionales .....	9
2.3. Ratios de Cobertura de las Reservas Internacionales .....	10
3. ESTRUCTURA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES .....	14
3.1. Estructura por Portafolio .....	14
3.2. Estructura por Monedas y Oro .....	15
4. GESTION Y RESULTADOS DE LA INVERSION DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES.....	17
4.1. Entorno internacional .....	17
4.2. Reservas Monetarias y de oro: estrategias, rendimiento obtenido y su comparación con benchmarks .....	28
4.2.1. Tramo Precautorio.....	28
4.2.1.1. Capital de Trabajo .....	28
4.2.1.2. Portafolio de Liquidez .....	30
4.2.1.3. Portafolio de mediano plazo 0-3 años (externo) .....	32
4.2.1.4. Portafolio Mediano Plazo 0-3 (interno).....	34
4.2.2. Tramo de Inversión .....	36
4.2.2.1. Portafolio de mediano plazo 0-5 años .....	36
4.2.2.2. Portafolio de TIPS.....	38
4.2.2.3. Portafolio Global .....	40
4.2.2.3.1. Inversiones en euros.....	40
4.2.2.3.2. Inversiones en Dólares Australianos.....	42
4.2.2.3.3. Inversiones en Dólares Canadienses .....	44
4.2.2.4. Inversiones en Renminbis Chinos .....	46
4.2.3. Portafolio de Oro.....	48
4.3. Resultados de la inversión de las Reservas Internacionales .....	50

5. GESTIÓN DE RIESGOS EN LA INVERSIÓN DE LAS RESERVAS .....	53
5.1. Riesgo crediticio .....	53
5.1.1. Composición de activos por calificación de riesgo crediticio .....	53
5.1.2. Composición por sector .....	55
5.1.3. Composición por país .....	55
5.1.4. VaR crediticio .....	56
5.2. Riesgo de mercado .....	57
5.2.1. Valor en Riesgo.....	57
5.2.2. Duración.....	58
5.2.3. Riesgo operacional .....	59
6. ADMINISTRACIÓN DE FONDOS DE TERCEROS .....	60
6.1. Portafolio RAL - ME.....	60
6.2. Portafolio FINPRO .....	62
6.3. Fondo de Protección al Ahorrista (FPAH).....	64
6.4. Portafolio Fondo de Protección al Asegurado (FPA) .....	66
7. PERSPECTIVAS PARA EL 2016.....	68
GLOSARIO DE TÉRMINOS .....	69
ABREVIACIONES .....	74



# 1. Resumen Ejecutivo

Al 31 de diciembre de 2015 las Reservas Internacionales Netas (RIN) del Banco Central de Bolivia (BCB) alcanzaron USD 13.056 millones, mostrando una disminución de 14% con relación a la gestión pasada, tendencia contemplada en el Programa Fiscal – Financiero 2015 firmado entre el BCB y el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP) a inicios de gestión. A pesar de esta reducción, el ratio RIN/PIB continúa siendo el más alto de toda Latinoamérica, alcanzando 39% a finales de 2015.

Las Reservas Internacionales al 31 de diciembre de 2015 están compuestas por las Reservas Monetarias (88,8%) y las Reservas de Oro (11,2%). Las Reservas Monetarias por su parte están compuestas por dos tramos: i) Tramo Precautorio (62,7%), 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 (26,1%), cuyo objetivo es diversificar la inversión de las reservas e incrementar su valor en un horizonte de largo plazo.

Al 31 de diciembre de 2015, la participación del dólar de los Estados Unidos de Norteamérica (USD) fue de 70,3%, Oro con 11,2% y el Euro (EUR) con 7,7%. Las demás monedas tuvieron participaciones menores: 4,9% en Renminbis Chinos (CNY/CNH), 2,0% en Dólares Canadienses (CAD) y 2,1% en Dólares Australianos (AUD), mientras que los Derechos Especiales de Giro (DEG) alcanzaron 1,8%.

En la gestión 2015, las Reservas Internacionales generaron ingresos por USD 102,9 millones equivalente a una tasa de retorno anual de 0,75%. Las Reservas Monetarias contribuyeron con ingresos por USD 95,5 millones equivalente a una tasa de retorno de 0,79% y las Reservas de Oro generaron USD 7,4 millones, equivalente a 0,44%.

En el entorno económico internacional, la gestión 2015 se caracterizó por la divergencia de las políticas monetarias en los principales bloques económicos mundiales. En Estados Unidos, el incremento de su tasa referencial se efectuó el 16 de diciembre por 25 p.b., situándose en el rango entre 0,25% a 0,50% debido a una mejora sostenida del mercado laboral y de los indicadores de crecimiento.

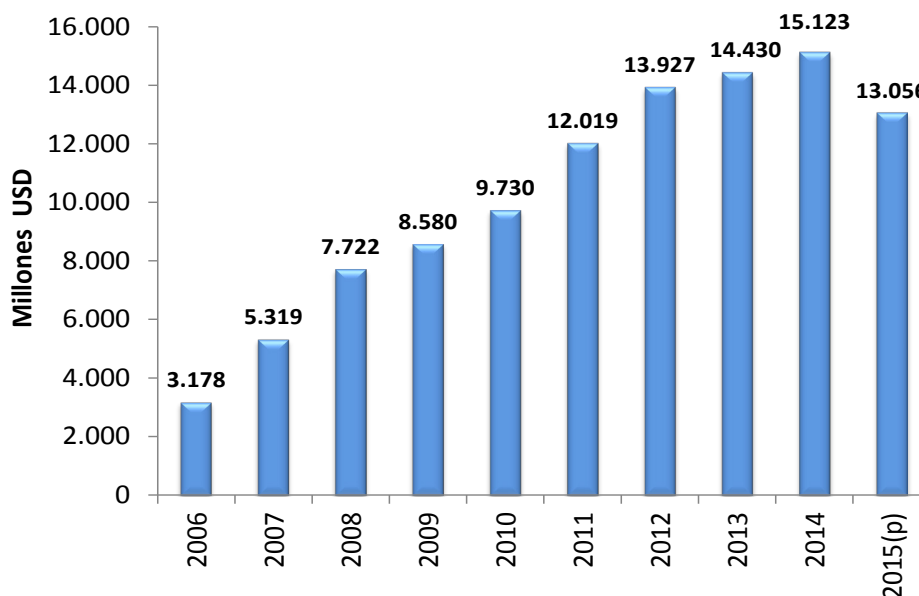
En la Zona Euro, el Banco Central Europeo implementó su programa de compra de activos hasta marzo de 2017 para incentivar el crecimiento económico de la región y alcanzar su meta de inflación del 2% en el mediano plazo.

El precio del oro mostró un comportamiento volátil, finalizando la gestión con una tendencia negativa por la reducción de la demanda como activo refugio, debido al fortalecimiento de la economía de Estados Unidos. Asimismo, el precio del petróleo tuvo una tendencia negativa por un exceso de oferta a nivel global. Las materias primas fueron afectadas negativamente por el bajo nivel de actividad económica global, en especial de la economía China.

## 2. Evolucion de las Reservas Internacionales

Al 31 de diciembre de 2015, las Reservas Internacionales Netas (RIN) del Banco Central de Bolivia (BCB) alcanzaron un valor de USD 13.056 millones, mostrando una disminución de 14% con relación a la gestión 2014, tendencia contemplada en el Programa Fiscal – Financiero 2015 firmado entre el BCB y el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP) a inicios de gestión (Gráfico N°1).

**Gráfico N° 1**  
Evolución anual de las Reservas Internacionales Netas (RIN)  
2006-2015



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

La disminución de las reservas se explica principalmente por:

- i. Una reducción de los ingresos provenientes de la exportación de gas por parte de Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB), como consecuencia de la reducción del precio del petróleo y derivados en el mercado internacional.
- ii. Incremento de las transferencias de fondos al exterior en USD por parte de las entidades financieras para atender las operaciones de importación de sus clientes.
- iii. Disminución en la valoración de las reservas internacionales por la apreciación del USD respecto el oro y las otras divisas que componen las reservas.

## 2.1. Variación de las reservas internacionales netas

Al 31 de diciembre de 2015, las Reservas Internacionales Netas disminuyeron en USD 2.066,9 millones, debido principalmente al retiro de USD en efectivo por parte del sistema financiero que alcanzó USD 1.473,9 millones, la variación cambiaria de las monedas y el oro por USD 440,7 millones, el flujo de fondos negativo de USD 255,2 millones. Los ingresos obtenidos por la inversión de reservas internacionales que ascienden a USD 102,9 millones contribuyeron al incremento de las reservas (Cuadro N°1).

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

	31-dic-11	31-dic-12	31-dic-13	31-dic-14	31-dic-15
RIN Fin de Periodo	12.018,5	13.926,7	14.430,1	15.122,8	13.055,9
Variación RIN	2.288,8	1.908,2	503,4	692,7	-2.066,9
1. Flujo de Fondos	2.235,5	2.541,8	2.846,0	2.611,0	-255,2
2. Ingresos por Rendimientos BCB	79,6	134,0	82,8	101,9	102,9
3. Variación Cambiaria (Oro, EUR, CAD, AUD, CNY, DEG)	40,1	204,9	-606,8	-283,4	-440,7
4. Variación Bóveda	-66,4	-972,5	-618,6	-1.736,8	-1.473,9
5. FINPRO	0,0	0,0	-1.200,0	0,0	0,0

## 2.2. Flujo de ingresos y egresos de las reservas internacionales

Durante la gestión 2015 el flujo neto de ingresos de las Reservas Internacionales fue negativo en USD 255,2 millones; debido principalmente a que se recibieron ingresos por USD 4.334,9 millones, importe menor al percibido en los años anteriores, mientras que los egresos alcanzaron a USD 4.590,1 millones.

Los principales rubros de ingresos fueron los pagos por exportaciones de gas de YPF B por USD 2.864,4 millones, desembolsos de créditos externos por USD 933,7 millones, exportaciones de la Empresa Metalúrgica Vinto por USD 199,0 millones, donaciones de organismos internacionales por USD 47,0 millones y convenio SUCRE<sup>1</sup> por USD 39,9 millones.

En los egresos se destacan las transferencias al exterior del Sistema Financiero por USD 1.495,4 millones, los pagos de YPF B por USD 1.402,5 millones, los gastos fiscales por USD 568,0 millones, el incremento al Fondo RAL por USD 466,5 millones y el pago del servicio de deuda externa de mediano y largo plazo por USD 434,5 (Cuadro N°2).

<sup>1</sup> Exportaciones con los países miembros del Sistema Unitario de Compensación Regional (SUCRE).

**Cuadro N° 2**  
**Flujo de Fondos**  
**Periodo 2014 - 2015**  
**(En millones de USD)**

	2014			2015		
	1er - Sem.	2do - Sem.	Total	1er - Sem.	2do - Sem.	Total
<b>Ingresos</b>	<b>2.783,8</b>	<b>3.787,1</b>	<b>6.570,9</b>	<b>2.271,4</b>	<b>2.063,5</b>	<b>4.334,9</b>
Exportaciones de YPF	2.315,8	2.760,1	5.075,9	1.601,5	1.262,9	2.864,4
Desembolsos de créditos externos	163,1	464,0	627,1	404,2	529,5	933,7
Exportaciones de Empresa Metalúrgica Vinto	137,4	141,3	278,7	101,3	97,7	199,0
Donaciones de Organismos Internacionales	26,0	33,7	59,7	18,9	28,1	47,0
Convenio SUCRE	17,3	27,3	44,6	27,8	12,1	39,9
Embajadas y Organismos Internacionales	5,4	44,3	49,7	5,9	16,5	22,4
Exportaciones del Sector Privado	28,6	2,5	31,1	0,7	1,4	2,1
Remesas de Ayuda Familiar	13,1	124,1	137,2	0,0	0,0	0,0
Otros	77,1	189,8	266,9	111,1	115,3	226,4
<b>Egresos</b>	<b>1.664,0</b>	<b>2.295,9</b>	<b>3.959,9</b>	<b>1.867,0</b>	<b>2.723,1</b>	<b>4.590,1</b>
Transferencias del Sistema Financiero (Neto)	80,0	-30,6	49,4	378,1	1.117,3	1.495,4
Pagos de YPF	854,3	1.615,3	2.469,6	610,8	791,7	1.402,5
Gastos Fiscales	318,9	286,2	605,1	258,9	309,1	568,0
Transferencias del Fondo RAL M/E (Neto)	135,9	187,1	323,0	241,8	224,7	466,5
Servicio de Deuda Externa Pagos M y LP	189,4	172,9	362,3	228,7	205,8	434,5
Convenio ALADI (Neto)	0,8	-0,6	0,2	-2,7	15,2	12,5
Otros	84,7	65,6	150,3	151,4	59,3	210,7
<b>Entrada Neta</b>	<b>1.119,8</b>	<b>1.491,2</b>	<b>2.611,0</b>	<b>404,4</b>	<b>-659,6</b>	<b>-255,2</b>

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

Al igual que en gestiones anteriores, las Reservas Internacionales continúan en altos niveles, brindando un importante respaldo a la economía boliviana (Cuadro N° 3).

**Cuadro N° 3**  
**Ratios de Cobertura de las RIN al 31-12-2015**  
**(En millones de USD)**

Variable	2005	2008	2011	2012	2013	2014	2015 <sup>(1)</sup>
Reservas Internacionales Netas (Millones de USD)	1,714	7,722	12,019	13,927	14,430	15,123	13,056
Depósitos Totales del Sistema Financiero (Millones de USD)	3,590	6,717	10,715	13,129	15,444	18,019	21,738
Dinero en Sentido Amplio (M'3) (Millones USD)	4,289	8,986	14,477	17,400	20,213	23,364	27,158
Importaciones (CIF) (Millones USD) <sup>(2)</sup>	2,431	5,081	7,927	8,578	9,684	10,518	9,602
<b>RIN en porcentajes de:</b>							
Producto Interno Bruto (PIB)	18	46	50	51	47	45	39
Depósitos totales	48	115	112	106	93	84	60
Importaciones	71	152	152	162	149	144	136
Dinero en sentido amplio (M'3)	40	86	83	80	71	65	48

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

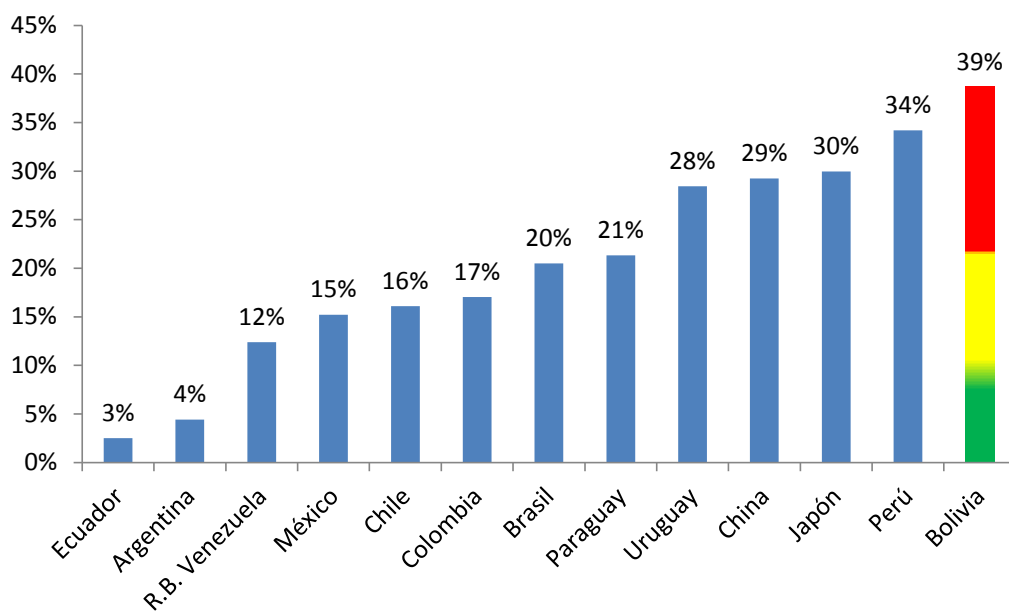
Elaboración: Gerencia de Operaciones Internacionales.

<sup>1</sup> Datos Estimados del PIB e importaciones a diciembre 2015.

<sup>2</sup> Datos preliminares, CIF ajustado por alquiler de aeronaves y nacionalización de vehículos importados en gestiones anteriores.

El ratio RIN/PIB continúa siendo el más alto de Latinoamérica como se muestra en el siguiente gráfico.

**Gráfico N° 2**  
**Ratio RIN/PIB en % – Comparación con otras Economías\***



Fuente: Bloomberg, Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Central de Bolivia.

Elaboración: Gerencia de Operaciones Internacionales.

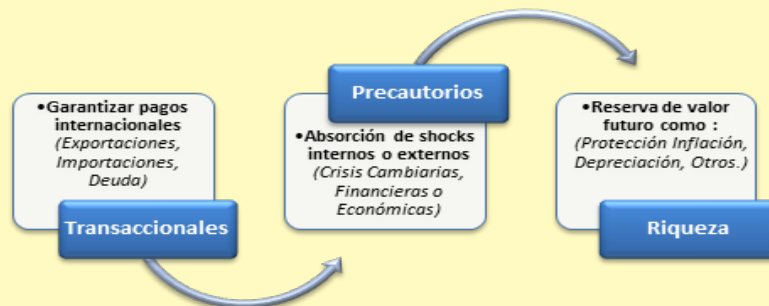
\*Se utilizan proyecciones del PIB correspondientes al World Economic Outlook del FMI de octubre 2015, excepto para Bolivia.

### Recuadro N° 1: Las Reservas Internacionales

De acuerdo al Banco Internacional de Pagos (2001), Fondo Monetario Internacional(2001) y Banco Central de Inglaterra (2000), los principales objetivos para mantener reservas internacionales son los siguientes:

- **Motivo Transaccional:** Para garantizar el normal funcionamiento de los pagos internacionales de un país, tanto importaciones como pagos de deuda externa de corto y largo plazo.
- **Motivo Precaución:** Para cubrir los requerimientos de liquidez necesarios en momentos de incertidumbre económica; es decir, la absorción de shocks internos o externos
- **Motivo Riqueza:** Como depósito de un futuro valor, resguardado de los efectos de la inflación sobre el poder de compra futuro, la depreciación o la pérdida de capital y rentabilidad.

#### Razones principales para mantener reservas internacionales



De manera general, los factores que incrementan el nivel de reservas internacionales son el ingreso de divisas asociado al pago de exportaciones del sector público, los desembolsos de deuda externa, operaciones del sector privado y el incremento en la valoración del oro y monedas; y los factores que afectan de forma negativa el valor de las reservas son el pago de deuda externa, el pago de importaciones al sector público, operaciones del sector privado y la disminución en la valoración del oro y las monedas.

En Bolivia, la inversión de las Reservas Internacionales está normada por:

- La Constitución Política del Estado establece en el artículo 328 que son atribuciones del BCB, en coordinación con la política económica determinada por el Órgano Ejecutivo, entre otras, administrar las Reservas Internacionales.
- Ley 1670 del Banco Central de Bolivia (BCB) en el capítulo II artículos 14-18 establece entre otras disposiciones:
  - i. El BCB velará por el fortalecimiento de las Reservas internacionales de manera que permitan el normal funcionamiento de los pagos internacionales de Bolivia.
  - ii. Establece como reservas internacionales a: Oro, Divisas y Activos que cumplan criterios aceptados internacionalmente, además de los aportes a organismos financieros internacionales.

- El Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales aprobado por el Directorio del BCB, , que establece los criterios de inversión, las normas, límites, gestión de los riesgos y otros para la inversión de las reservas internacionales

El BCB administra las reservas internacionales bajo los criterios de seguridad, preservación de capital, liquidez, diversificación y rentabilidad, en ese orden de prioridad.

Al 31 de diciembre de 2015, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) del BCB alcanzó a USD 13.056 millones, que corresponde a un ratio de RIN/PIB del 38%, el más alto de Latinoamérica. Con este importante nivel de Reservas Internacionales, el BCB continuará cumpliendo a plenitud los objetivos de atender los pagos internacionales del país, y de respaldar la política cambiaria y los depósitos de la población en el sistema financiero.

## 3. Estructura de las Reservas Internacionales

### 3.1. Estructura por Portafolio

El 15 de diciembre de 2015 el Directorio del BCB aprobó la Estructura Estratégica de Activos, disponiendo el fortalecimiento del Tramo Precautorio a través de la transferencia de los Portafolios de Mediano Plazo 0-3 años (administración propia y externa), la venta de USD 500 millones de los Portafolios de 0-3 años para transferirlos al Portafolio de Liquidez, la disminución del Portafolio Global con la venta de EUR 333 millones, la compra de yuanes Renminbis por hasta el equivalente de USD 150 millones y la venta de hasta USD 250 millones del Portafolio TIPS. Para la implementación de estas decisiones se aprobó un periodo de implementación hasta marzo de 2016.

En la gestión 2015, los cambios en la estructura de las reservas fueron:

- i. En el primer semestre de 2015 se incrementaron las participaciones de los Portafolios de 0-3 años y de 0-5 años, hasta alcanzar un valor de USD 500 millones cada uno.
- ii. En el mes de diciembre de 2015, los Portafolios de 0-3 años de administración interna y externa pasaron a formar parte del Tramo Precautorio.
- iii. Dentro del Portafolio Global, se redujo la exposición a Euros por un valor nominal de EUR 232,2 millones, equivalente a USD 252,6 millones y se incrementaron las tenencias de Renmimibis chinos por CNH 490,2 millones equivalente a USD 75 millones (Cuadro N° 4).



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

Componente	31-dic-14 <sup>(***)</sup>		31-dic-15	
	Millones USD	Porcentaje %	Millones USD	Porcentaje %
<b>1. Tramo Precautorio (A+B+C+D)</b>	<b>10.087,6</b>	<b>66,9%</b>	<b>8.176,0</b>	<b>62,7%</b>
A) Capital de Trabajo (A1+A2)	517,7	3,4%	424,6	3,3%
A1) Billetes y Monedas	256,6	1,7%	277,9	2,1%
A2) Depósitos Vista	261,1	1,7%	146,7	1,1%
B) Portafolio de Liquidez	9.064,7	60,1%	6.743,6	51,7%
C) Portafolio Mediano Plazo Externo (0-3 Años) <sup>(**)</sup>	505,2	3,3%	507,3	3,9%
D) Portafolio Mediano Plazo Interno (0-3 Años)	0,0	0,0%	500,5	3,8%
<b>2. Tramo de Inversión (E+F+G+H)</b>	<b>3.374,7</b>	<b>22,4%</b>	<b>3.408,3</b>	<b>26,1%</b>
E) Portafolio Mediano Plazo (0-5 Años)	60,0	0,4%	504,6	3,9%
F) Portafolio Global (F1+F2+F3+F4)	2.588,0	17,2%	2.190,4	16,8%
F1) Dólares Canadienses (CAD)	311,4	2,1%	262,2	2,0%
F2) Dólares Australianos (AUD)	303,7	2,0%	276,8	2,1%
F3) Renmimbi Chino (CNY/CNH)	574,2	3,8%	641,4	4,9%
F4) Euros (EUR)	1.398,7	9,3%	1.009,9	7,7%
G) Portafolio TIPS	485,2	3,2%	482,2	3,7%
H) Derechos Especiales de Giro (DEG's)	241,5	1,6%	231,0	1,8%
<b>3. Reservas Monetarias Internacionales (1+2)</b>	<b>13.462,3</b>	<b>89,2%</b>	<b>11.584,2</b>	<b>88,8%</b>
<b>4. Reservas de Oro</b>	<b>1.621,9</b>	<b>10,8%</b>	<b>1.454,7</b>	<b>11,2%</b>
<b>5. Total Reservas Internacionales (3+4)</b>	<b>15.084,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>13.038,9</b>	<b>100,0%</b>

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

(\*) La diferencia de USD 17 millones con las RIN se origina en el tramo de reservas del FMI, variaciones cambiarias y obligaciones de corto plazo.

(\*\*) Anteriormente denominado Portafolio RAMP

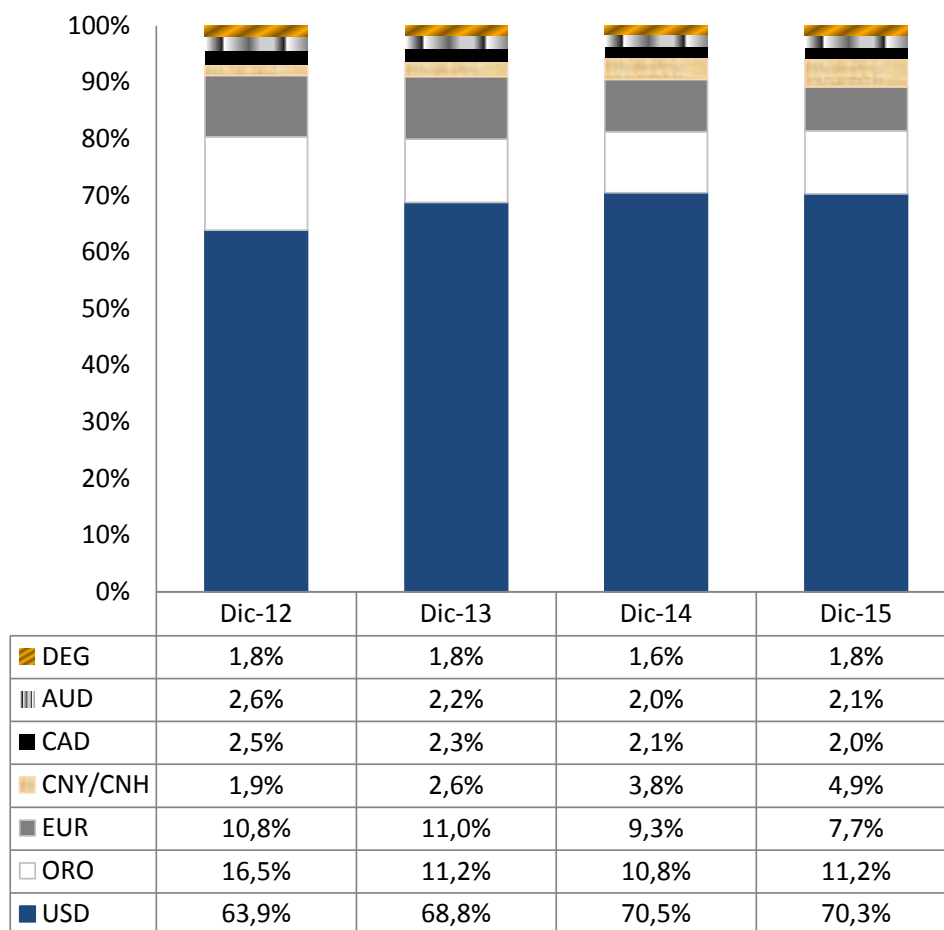
(\*\*\*) La estructura ha sido ajustada de acuerdo a la EEA 2015 para fines comparativos.

Al 31 de diciembre de 2015, las Reservas Monetarias representan el 88,8% y las reservas de Oro 11,2%. En cuanto a los tramos de las Reservas Monetarias, el Tramo Precautorio representa el 62,7% mientras que el Tramo de Inversión alcanza a 26,1% de participación sobre el total de reservas.

### 3.2. Estructura por Monedas y Oro

Al 31 de diciembre de 2015, la participación del dólar de los Estados Unidos de Norteamérica (USD) fue de 70,3%, seguido por el oro con 11,2%, el Euro (EUR) con 7,7%, y el Renminbi (CNY/CNH) 4,9%. Las demás monedas tuvieron participaciones menores 2,0% en Dólares Canadienses (CAD) y 2,1% en Dólares Australianos (AUD), mientras que los Derechos Especiales de Giro (DEG) alcanzaron a 1,8% del total.

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



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

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

## 4.1. Entorno internacional

Durante la gestión 2015, en los mercados financieros se observó la divergencia de las políticas monetarias entre los principales bloques económicos mundiales.

Por un lado, la expectativa de incremento de tasas (normalización de política monetaria) por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED), presionó al alza el nivel de tasas de interés a inicios de la gestión. Sin embargo, los miembros del Comité de Política Monetaria del FED decidieron en diciembre de 2015 incrementar en 25 puntos básicos (p.b.) su tasa de referencia, después de más de 9 años, debido a una mejora notoria y sostenida del mercado laboral y de los indicadores de crecimiento, a pesar del comportamiento del sector externo que ha mostrado una tendencia decreciente hacia finales de la gestión.

## Recuadro N° 2: Incremento de la tasa de referencia del FED en 25 p.b.

El Comité de Política Monetaria del FED (FOMC por sus iniciales ingles) en su reunión del 16 de diciembre de 2015, decidió incrementar su tasa de referencia en 25 puntos básicos (p.b.), situándola en el rango entre 0,25% a 0,50%, después de 9 años del último incremento y de haberla mantenido invariable durante 7 años, debido al cumplimiento de ciertos criterios macroeconómicos (Gráfico R2.1).

Gráfico R2.1. Tasa de Referencia del FED



Fuente: Bloomberg

El Comité incrementó la tasa de referencia debido a que el crecimiento económico de la economía de EE.UU. se está expandiendo a un ritmo moderado, 2% en tasa anualizada en el tercer trimestre, lo que ha permitido lograr mejoras significativas en el mercado laboral, con niveles de contratación de 200 mil empleos mensuales en promedio durante la gestión 2015 y permitiendo que la tasa de desempleo descienda al 5%. Sin embargo, el comportamiento de la inflación ha sido objeto de shocks transitorios de precios relacionados con la caída del precio del petróleo y de las materias primas, por lo que se espera retorne paulatinamente a la meta de inflación del 2% en el mediano plazo.

Los principales efectos de este inicio de normalización de tasas por parte del FED fueron las subidas de las tasas de interés en los mercados de corto plazo en USD, con la nota del tesoro de EE.UU. a 2 años y la LIBOR a 3 meses en USD subiendo de 0,67% a 1,05% y de 0,26% a 0,61% respectivamente durante el 2015. Por otro lado, el dólar se ha fortalecido de manera importante, generando una depreciación de las diferentes monedas alrededor del mundo.

**Cuadro R2.1. Variación cambiaria de monedas con relación al USD**  
Enero- Diciembre 2015

EUR	CAD	AUD	CNH
-10%	-16%	-11%	-5%

Fuente: Bloomberg

De acuerdo a las proyecciones económicas del FOMC, se espera que el crecimiento de EE.UU. alcance 2,4% el 2016 y 2,2% el 2017, y la inflación se incremente en 1,6% el 2016 y 1,9% el 2017, muy cerca de su meta de inflación del 2%, una vez se desvanezcan los efectos negativos transitorios del precio de materias primas y energía, por lo que no se esperarían incrementos continuos de la tasa de referencia, a diferencia de los anteriores ciclos de subidas de tasas. Estos incrementos graduales dependerán principalmente del desenvolvimiento de la inflación y del desempleo. El mercado espera en la gestión 2016 dos o tres incrementos de 25 p.b. en la tasa de referencia.

Asimismo, se estima que con la normalización de la tasa de referencia, los niveles de tasas de los mercados de renta fija continúen subiendo, así como la tendencia de apreciación del USD, aunque de manera moderada, dada la anticipación de esta normalización de ciclo que se evidenció en los mercados.

En la Zona Euro, durante la primera mitad del año la atención estuvo centrada en la implementación del programa de compra de activos por parte del Banco Central Europeo por un valor de EUR 60.000 millones mensuales hasta marzo de 2017, y la inestabilidad generada en Grecia. Sin embargo, la importancia de estos eventos fue disminuyendo hacia finales de año, observándose una lenta recuperación de la economía de la Zona Euro.

En lo referente a las economías emergentes, se destaca China, que durante 2015 ha mostrado una desaceleración de su crecimiento con relación a otras gestiones, lo cual provocó que el Banco Popular de China implemente medidas expansivas como la reducción del nivel de reservas requeridas para el sector bancario y la reducción de tasas de interés en su sistema.

El Banco Popular de China utilizó la devaluación de su moneda como medida para incentivar su sector externo, además como medida de flexibilización de su régimen cambiario con miras a la decisión del Fondo Monetario Internacional en noviembre 2015 de incluir al Renminbi como parte de las monedas que componen los Derechos Especiales de Giro a partir de octubre 2016.

El nivel de los precios de materias primas ha tendido a la baja, especialmente el precio del petróleo que se ha visto afectado tanto por el bajo nivel de actividad económica global como también por la irrupción de nuevas tecnologías extractivas<sup>2</sup> en Estados Unidos, las que han permitido incrementar el nivel de oferta.

Los índices de compra de gerentes del sector manufacturero (PMI, por sus iniciales en inglés) en Estados Unidos se mantuvieron en niveles de expansión durante gran parte del año; sin embargo, en el último trimestre se mostró un descenso notorio en la actividad del sector debido a una menor demanda externa.

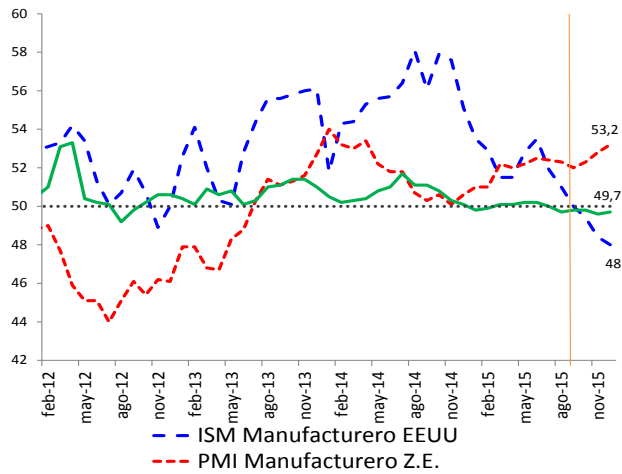
En el caso de Europa, el índice del sector muestra una expansión beneficiada por la depreciación del Euro, mientras que en China el índice de actividad ha permanecido por debajo del umbral de expansión de 50 durante gran parte del año, indicando que esta economía aún se encuentra en una fase de recuperación (Gráfico N°4).

En cuanto al nivel de empleo, durante la gestión se observó un descenso sostenido en las tasas de desempleo de Estados Unidos y la Zona Euro, si bien las magnitudes en ambas economías son diferentes. En el primer caso, el nivel de desempleo al finalizar la gestión fue de 5%, mientras que en el segundo alcanzó a 10,4% (Gráfico N° 5).

---

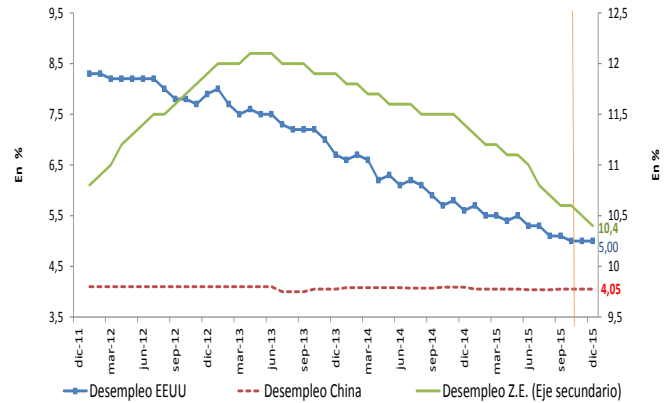
<sup>2</sup> Fracking o Fractura Hidráulica

**Gráfico N° 4**  
**PMI e ISM: Principales economías**  
**Enero 2012 – Diciembre 2015**



Fuente: Bloomberg  
Elaboración: Propia

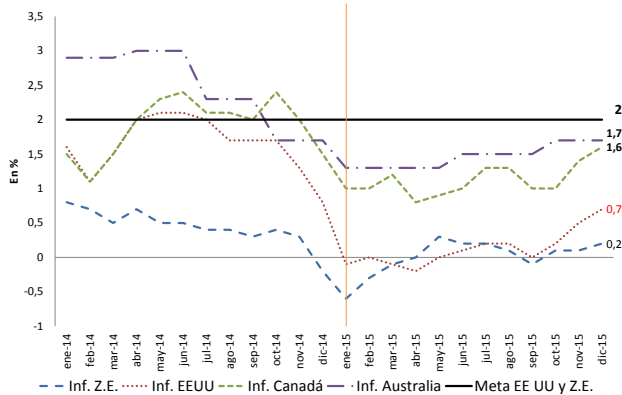
**Gráfico N° 5**  
**Desempleo: Principales economías**  
**Enero 2012 – Diciembre 2015**



Fuente: Bloomberg  
Elaboración: Propia

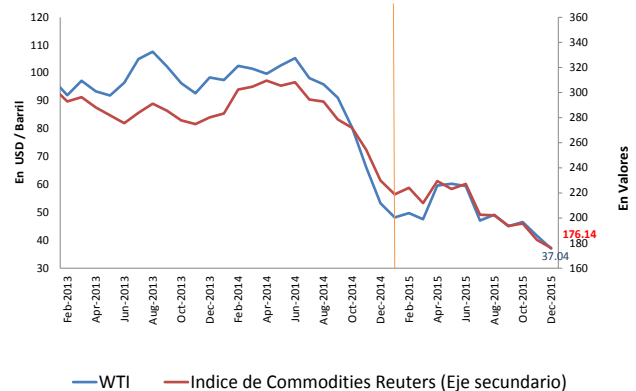
En 2015, la inflación se mantuvo en niveles bajos principalmente por la caída en las cotizaciones del precio del petróleo y de las materias primas (Gráfico N° 6 y 7).

**Gráfico N° 6**  
**Inflación**  
**Enero 2014 – Diciembre 2015**



Fuente: Bloomberg  
Elaboración: Propia

**Gráfico N° 7**  
**Índice de Materias Primas TH(\*) y Precios del Petróleo Brent**  
**Enero 2014 – Diciembre 2015**



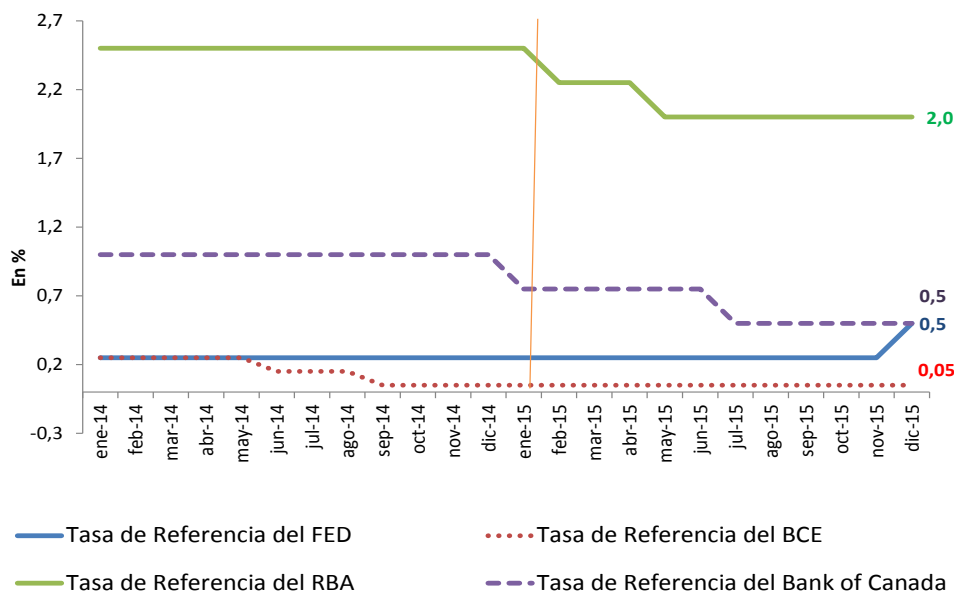
(\*) TH se refiere al índice de materias primas Thomson Reuters.  
Fuente: Bloomberg  
Elaboración: Propia

Estados Unidos de Norteamérica incrementó su tasa referencial el 16 de diciembre de 2015, en 25 p.b., lo que situó a la tasa referencial en el rango entre 0,25% a 0,50%, basado en un mejor crecimiento y una reducción de los niveles de desempleo en la economía. En la Zona Euro, las tasas de interés referenciales no se modificaron durante la gestión (Gráfico N° 8).

Por su parte, el Banco Central de Canadá implementó medidas monetarias expansivas reduciendo su tasa de referencia de 1% a 0,75% en enero y de 0,75% a 0,5% en julio. De igual forma, el Banco Central de Australia redujo su tasa de referencia de 2,5% a 2,25% en febrero y de 2,25% a 2,0% en mayo, con el objetivo de incentivar el crecimiento de sus economías.

En China, el Banco Central redujo las tasas de préstamos y depósitos en 125 p.b., dejando la primera tasa en 4,35% y la segunda en 1,5%. Adicionalmente, recortó progresivamente el encaje legal del sistema financiero de 20% a 17,5% con el objetivo de estimular el crecimiento y reducir el riesgo de deflación.

**Gráfico N° 8**  
**Tasas referenciales de política monetaria**  
**Enero 2014 – Diciembre 2015**



Fuente: Bloomberg  
 Elaboración: Propia

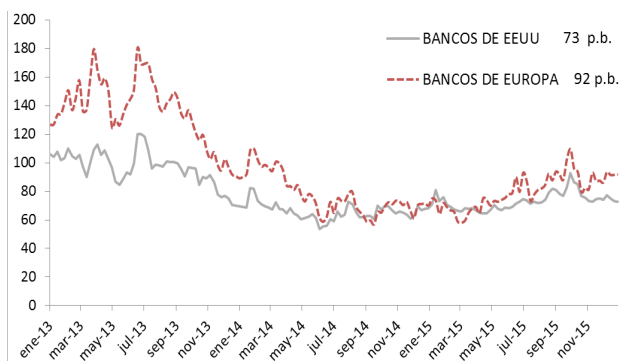
Durante la gestión 2015, el riesgo crediticio del sector bancario medido por los CDS promedio de bancos de Europa y EE.UU, se incrementó hasta mediados del tercer trimestre, debido a la incertidumbre generada por la desaceleración de China que afectó las perspectivas de crecimiento global, a la situación de la Zona Euro y a la disminución del precio del petróleo que incrementó las expectativas de un escenario deflacionario global.

Sin embargo, para el cuarto trimestre se vio una disminución del nivel de riesgo por las medidas aplicadas por el BCE y los mejores datos de la economía de EE.UU., los niveles CDS del sector bancario europeo llegaron a 92 p.b. y los de EE.UU a 73 p.b. (Gráfico N° 9).

En China el sistema financiero estuvo afectado por las pérdidas en el mercado bursátil chino, que incrementaron los CDS hasta el tercer trimestre. Los CDS promedio de los bancos Chinos alcanzaron a 182 p.b., superior a los CDS promedio de las instituciones bancarias Europeas y de EE.UU. (Gráfico N°10).



**Gráfico N° 9**  
CDS promedio de bancos de  
EE.UU. y Europa  
(En p.b.)



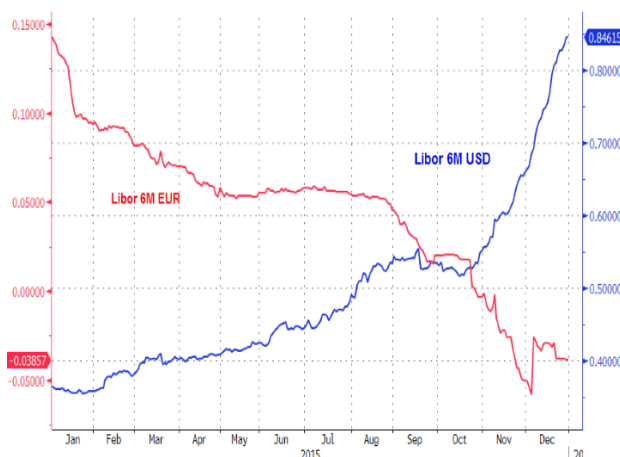
**Gráfico N° 10**  
CDS promedio de bancos Chinos  
(En p.b.)



En 2015, la liquidez del mercado interbancario estadounidense se mantuvo en niveles bajos debido a la regulación más estricta establecida por el FED en los mercados financieros de EE.UU. y las expectativas del incremento de tasas en el año. En la Zona Euro se mantuvieron niveles elevados de liquidez, principalmente por la ejecución del programa de compra de activos del BCE. La tasa LIBOR en USD tuvo una tendencia alcista, alcanzando 0,85%; mientras que la tasa LIBOR en EUR tuvo una tendencia a la baja alcanzando -0,04% al finalizar el periodo (Gráfico N° 11).

En el año, las tasas FIXBIS<sup>3</sup> en Dólares Australianos y Canadienses mantuvieron una tendencia a la baja en línea con la política monetaria expansiva de los bancos centrales de Canadá y Australia que mantuvieron tasas de referencia históricamente bajas (Gráfico N° 12).

**Gráfico N° 11**  
Tasa LIBOR a 6 meses en USD y EUR  
(En %)



Fuente: Bloomberg

**Gráfico N° 12**  
Tasa FIXBIS a 6 meses en CAD y AUD  
(En %)



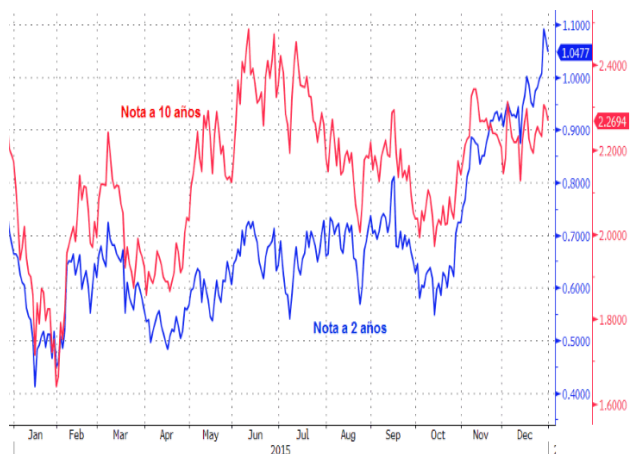
Fuente: Bloomberg

Durante la gestión, las notas del tesoro de 2 y 10 años de EE.UU. mantuvieron una alta volatilidad como resultado de un menor crecimiento global, la inestabilidad de Grecia y la caída de la mayoría de las bolsas de valores. Durante los últimos meses tuvieron una tendencia hacia el alza por el incremento de la tasa de interés de referencia del FED (Gráfico N° 13).

<sup>3</sup> Las tasas FIXBIS son las tasas que el Banco Internacional de Pagos (BIS por sus siglas en inglés) paga por depósitos de corto plazo.

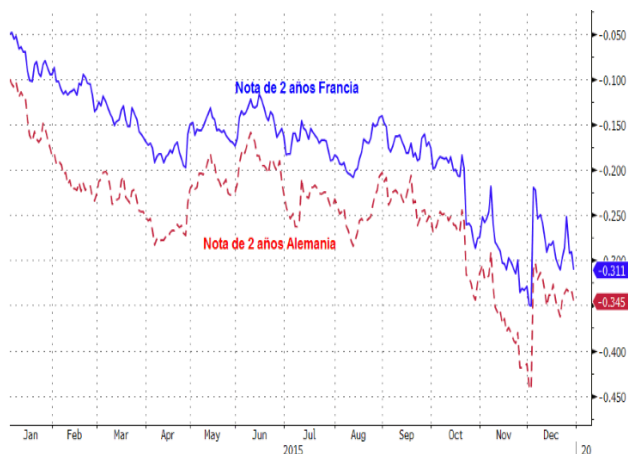
En la Zona Euro, las tasas de rendimiento de las notas de Alemania y Francia a 2 años se mantuvieron negativas durante toda la gestión debido a la ejecución del programa de compra de activos y el riesgo de deflación (Gráfico N° 14).

**Gráfico N° 13**  
**Rendimientos de las Notas del Tesoro EEUU a 2 y 10 años**  
**(En %)**



Fuente: Bloomberg

**Gráfico N° 14**  
**Rendimientos de las Notas del Tesoro de Alemania y Francia a 2 años**  
**(En %)**



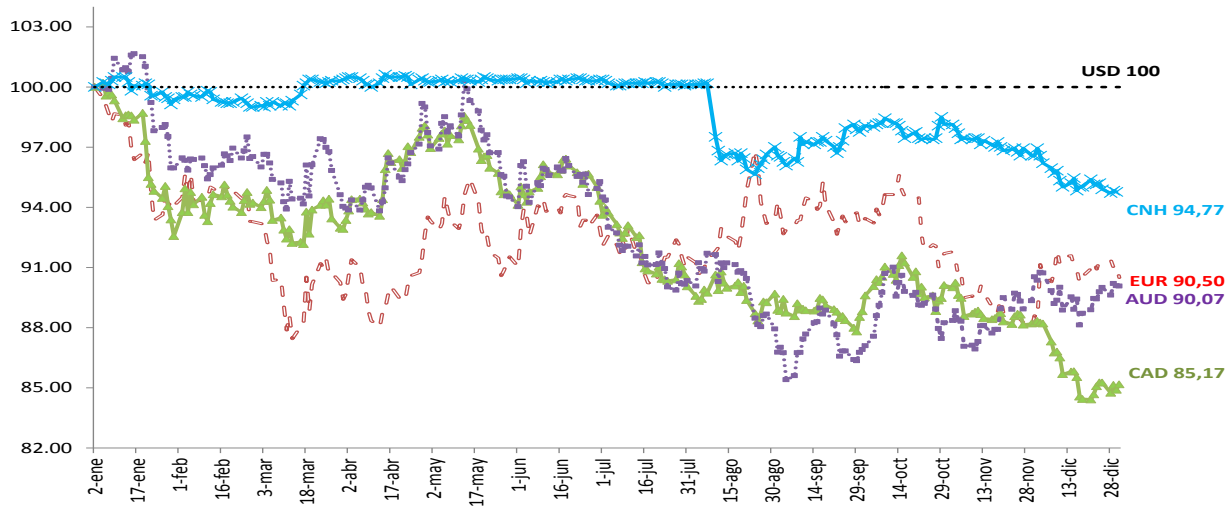
Fuente: Bloomberg

En cuanto al comportamiento de las divisas en 2015, se observó un fortalecimiento del Dólar Estadounidense por el crecimiento de su economía y la normalización de política monetaria del FED. El Dólar Australiano y el Dólar Canadiense fueron las monedas que más se depreciaron alcanzando 11% y 16% respectivamente, debido a la caída de los precios de las materias primas, en particular el precio del petróleo.

El Euro se depreció un 10% por el escenario de políticas monetarias divergentes entre EE.UU. y Europa y por la incertidumbre de la situación de Grecia.

El Renmimbi se depreció 5% durante la gestión por la modificación de su metodología de fijación del tipo de cambio y la flexibilización monetaria implementada por el Banco Popular de China con el objetivo de estimular su economía e incrementar la flexibilidad de su tipo de cambio (Gráfico N° 15).

**Gráfico N° 15**  
**Variaciones cambiarias de las monedas**  
**Enero – Diciembre 2015**  
**(Índice normalizado)**



Fuente: Bloomberg

En 2015, el precio del oro se caracterizó por una alta volatilidad, finalizando la gestión hacia la baja alcanzando un precio de 1.061,10 USD/OTF por la reducción de la demanda como activo refugio debido al fortalecimiento de la economía de Estados Unidos.

Por otra parte, el precio del petróleo tuvo una tendencia hacia la baja durante la gestión alcanzando USD 37,04 por barril al finalizar el periodo, debido a un exceso de oferta como consecuencia del incremento de los inventarios de petróleo de Estados Unidos, la política de la OPEP de no limitar la producción de crudo y la expectativa del inicio de producción de Irán tras la suspensión de las sanciones impuestas por su programa nuclear (Gráfico N° 16).

**Gráfico N° 16**  
**Precios del oro y petróleo**  
**(USD por OTF y USD por barril)**

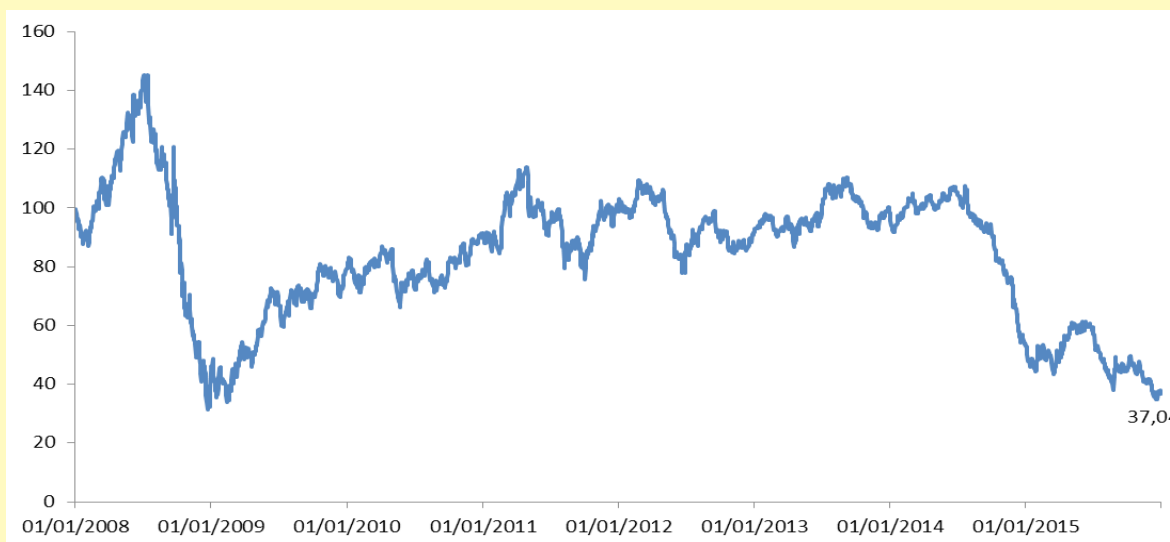


Fuente: Bloomberg

### Recuadro N°3 : Caída en el precio internacional del petróleo

Uno de los eventos más relevantes durante el 2015 fue la importante caída del precio internacional del petróleo, alcanzando sus niveles más bajos en 7 años, empezando el año en USD 53 por barril y finalizando en USD 37,04 una caída del 30% en el año. Los motivos principales de esta caída fueron la sobreoferta global y la baja demanda del petróleo, principalmente por el débil crecimiento global y la desaceleración de China.

Gráfico N°R3.1: Evolución del precios del petróleo WTI\*  
(En USD por barril)



Fuente: Bloomberg  
\*West Texas Intermediate

Durante el 2015, la producción global de petróleo se ha incrementado de manera importante. En EE.UU., la producción de petróleo ha crecido por el uso intensivo de nuevas tecnologías de extracción, reduciendo su necesidad de importar el crudo de países como Nigeria, Arabia Saudita y Algeria, quienes tuvieron que buscar otros mercados para vender su producción en países de Asia, debiendo reducir sus precios con el fin de mantener su participación en los mercados globales.

Los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (*OPEC por sus siglas en inglés*), no pudieron intervenir en los mercados recortando su cuota de producción a fin de reducir la oferta en el mercado para detener la caída del precio como solían hacerlo anteriormente. Reducir su cuota de producción hubiese significado perder participación de mercado sin un impacto en los precios globales, reduciendo el ingreso de sus países miembros, por lo que durante el 2015 la cuota de producción se mantuvo invariable en 30 millones de barriles por día.

De acuerdo a datos de la Organización Internacional de Energía, durante el 2015, mientras la oferta creció en 1,8 millones de barriles al día y la demanda lo hizo solo en 1,2 millones.

Este crecimiento débil de la demanda se debió al menor crecimiento tanto en países desarrollados como emergentes, en especial de Europa y China, principal consumidor de materias primas en

el mundo. Durante el 2015 se ha alcanzado un uso más eficiente de los insumos de energía, tanto en el uso industrial como de los vehículos; además, continúa la tendencia de utilizar combustibles alternativos distintos a los derivados de petróleo, reduciendo aún más la demanda de petróleo en los mercados.

Esta caída en el precio del petróleo ha tenido efectos directos sobre los ingresos de los países productores, como Canadá, Rusia, Venezuela, Ecuador y Arabia Saudita, entre otros. Por otro lado, la caída del precio internacional del petróleo tiene un impacto positivo en los consumidores globales, reduciendo los costos de producción industriales e incrementando el ingreso disponible para consumo de la población.

El impacto global de esta caída del precio del petróleo en los mercados financieros internacionales refleja una disminución de las presiones inflacionarias globales, lo que incentiva a las autoridades monetarias de países en ciclos de desaceleración, a mantener sus políticas monetarias expansivas, presionando las tasas de interés a la baja.

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

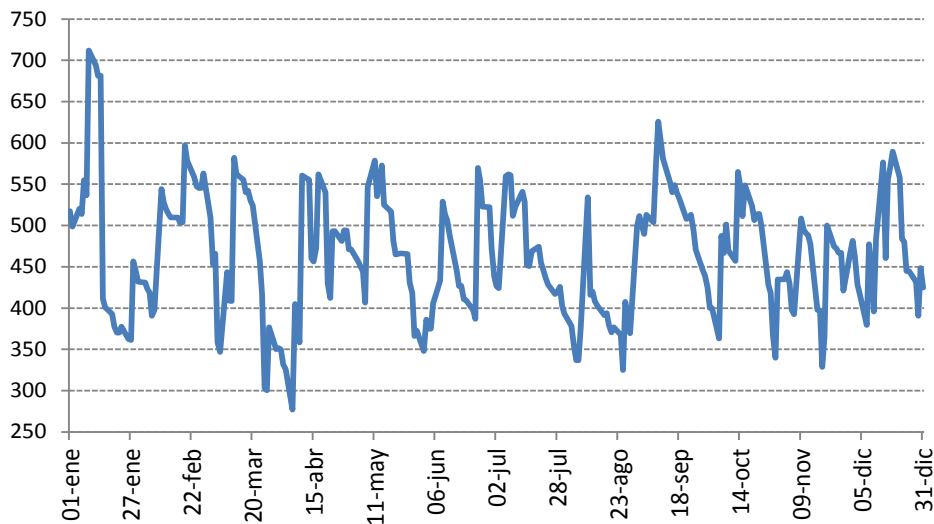
### 4.2.1. Tramo Precautorio

El 15 de diciembre de 2015 el Directorio del BCB aprobó la Estructura Estratégica de Activos, disponiendo el fortalecimiento del Tramo Precautorio principalmente a través de la transferencia de los Portafolios de Mediano Plazo 0-3 años (administración propia y externa) y la venta de USD 500 millones de los Portafolios de 0-3 años para transferirlos al Portafolio de Liquidez. Esta transferencia de los Portafolios de Mediano Plazo fue efectivizada en diciembre de 2015, pasando así a formar parte del Tramo Precautorio.

#### 4.2.1.1. Capital de Trabajo

Durante la gestión 2015 el saldo diario del Capital de Trabajo tuvo un promedio de USD 464 millones, con un mínimo de USD 277 millones y un máximo de USD 712 millones (Gráfico N° 17).

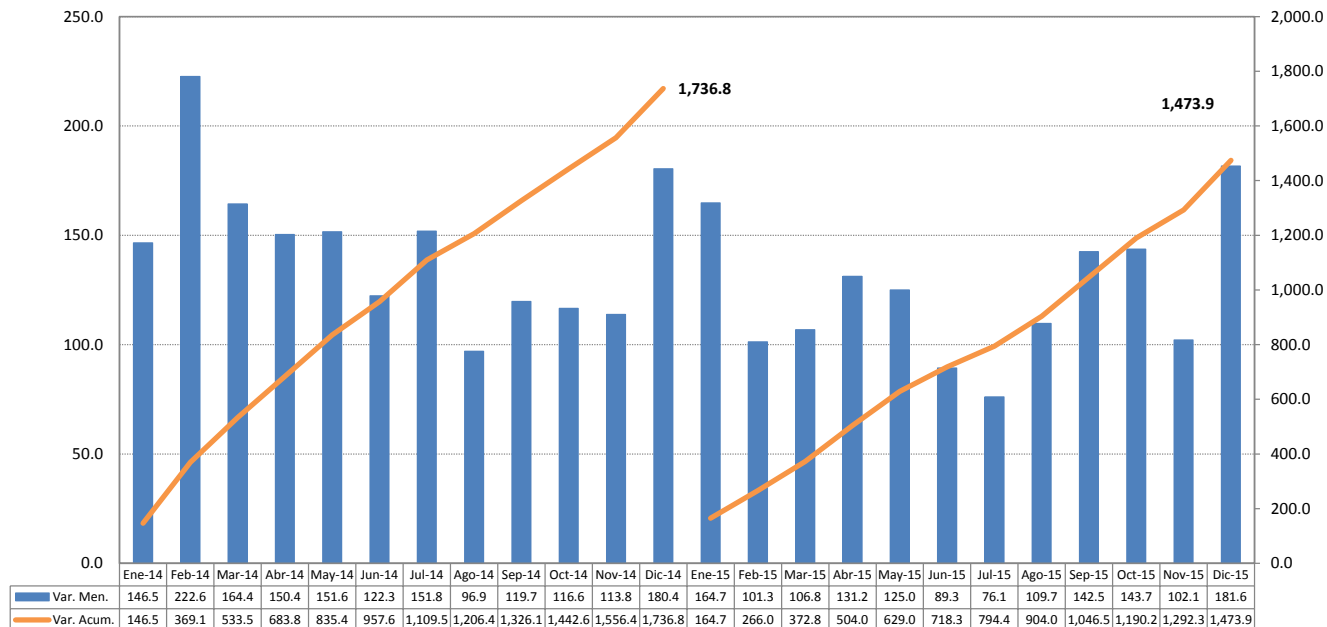
Gráfico N° 17  
Saldos Diarios del Capital de Trabajo  
(En Millones de USD)



Asimismo, durante la gestión 2015 el saldo diario de Bóveda tuvo un promedio de USD 271 millones, con un mínimo de USD 170 millones y un máximo de USD 357 millones.

El retiro de USD en efectivo por parte del sistema financiero durante la gestión 2015 alcanzó a USD 1.473,9 millones (Gráfico N° 18 y Cuadro N°5).

**Gráfico N° 18**  
**Retiro de USD en efectivo del sistema financiero**  
**(En millones de USD)**



**Cuadro N° 5**  
**Retiro de USD en efectivo del sistema financiero**  
**2010-2015**  
**(En millones de USD)**

<b>Movimiento Trimestral de Bóveda</b>						
<b>Periodo</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
1er Trimestre	-128,1	-18,5	-14,4	-232,8	-533,5	-372,8
2do Trimestre	-162,1	-138,2	-316,0	-151,5	-424,2	-345,5
3er Trimestre	-133,8	96,1	-275,5	-85,8	-368,4	-328,3
4to Trimestre	-214,7	-5,8	-366,7	-148,6	-410,7	-427,4
<b>Total</b>	<b>-638,8</b>	<b>-66,4</b>	<b>-972,5</b>	<b>-618,6</b>	<b>-1.736,8</b>	<b>-1.473,9</b>

Durante la gestión 2015 se realizaron 16 importaciones por un total de USD 1.587,2 millones y 5 exportaciones por un total de USD 91,9 millones (Cuadro N° 6).

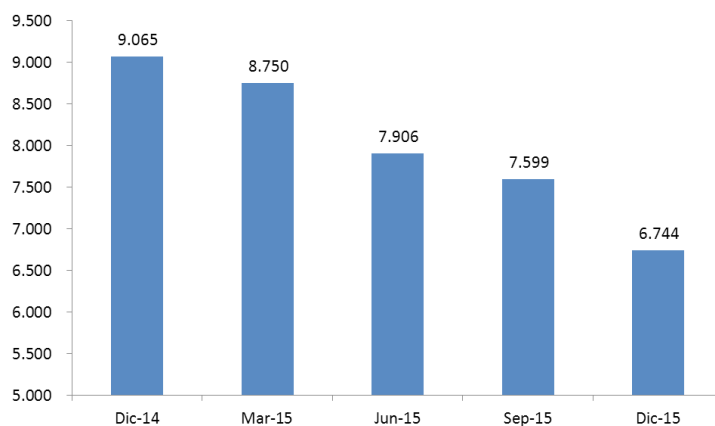
**Cuadro N° 6**  
**Importación y Exportación de Remesas de billetes en USD**  
**Gestión 2015**  
**(En millones de USD)**

Mes	Remesas		
	Importación	Exportación	Importación Neta
Enero	198,4	23,9	174,5
Febrero	99,2	0,0	99,2
Marzo	99,2	0,0	99,2
<b>Total 1er Trim.</b>	<b>396,8</b>	<b>23,9</b>	<b>372,9</b>
Abril	99,2	0,0	99,2
Mayo	198,4	21,1	177,3
Junio	99,2	0,0	99,2
<b>Total 2do Trim.</b>	<b>396,8</b>	<b>21,1</b>	<b>375,7</b>
Julio	99,2	16,9	82,3
Agosto	99,2	0,0	99,2
Septiembre	99,2	0,0	99,2
<b>Total 3er Trim.</b>	<b>297,6</b>	<b>16,9</b>	<b>280,7</b>
Octubre	198,4	19,0	179,4
Noviembre	99,2	0,0	99,2
Diciembre	198,4	11,1	187,3
<b>Total 4to Trim.</b>	<b>496,0</b>	<b>30,1</b>	<b>465,9</b>
<b>Total 2015</b>	<b>1.587,2</b>	<b>91,9</b>	<b>1.495,3</b>

#### 4.2.1.2. Portafolio de Liquidez

Durante la gestión 2015, el Portafolio de Liquidez se redujo en USD 2.321 millones por las transferencias hacia el Capital de Trabajo y el incremento de inversiones en los Portafolios del Tramo de Inversión, alcanzando a USD 6.744 millones.

**Gráfico N° 19**  
**Evolución del valor de mercado del portafolio**  
**(En millones de USD)**



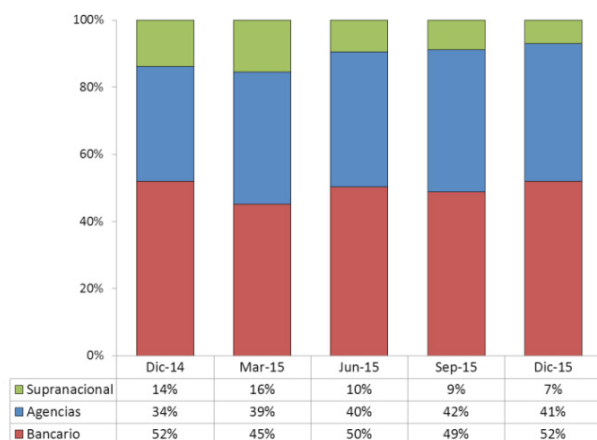
La estrategia principal de inversión del portafolio fue posicionar las inversiones en instrumentos y emisores que ofrecen mayor nivel de liquidez, tanto en los sectores bancario y agencia como en el sector supranacional, con lo cual finalizando el año las participaciones se ubicaron en 52%, 41% y 7%, respectivamente (Gráfico N° 20).



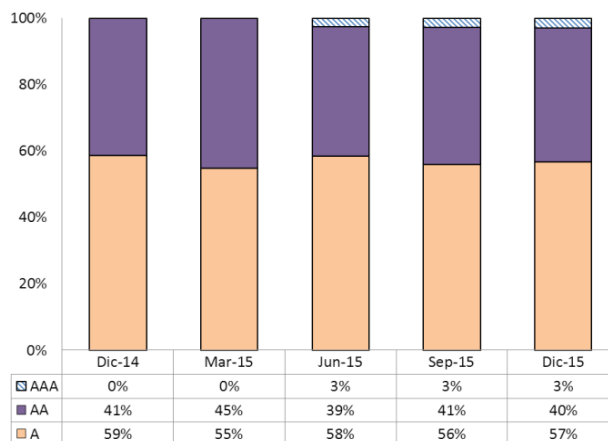
Las inversiones se realizaron en emisores de agencias y bancos europeos, así también en agencias Coreanas a un plazo de inversión de hasta un año, a fin de aprovechar las mayores tasas de estos emisores.

El portafolio finalizó la gestión con una participación de emisiones con calificación crediticia de AAA de 3%, AA de 40% y una participación de 57% en calidad A, con una mejor calidad crediticia en relación al 2014 (Gráfico 21).

**Gráfico N° 20**  
Estructura por sector

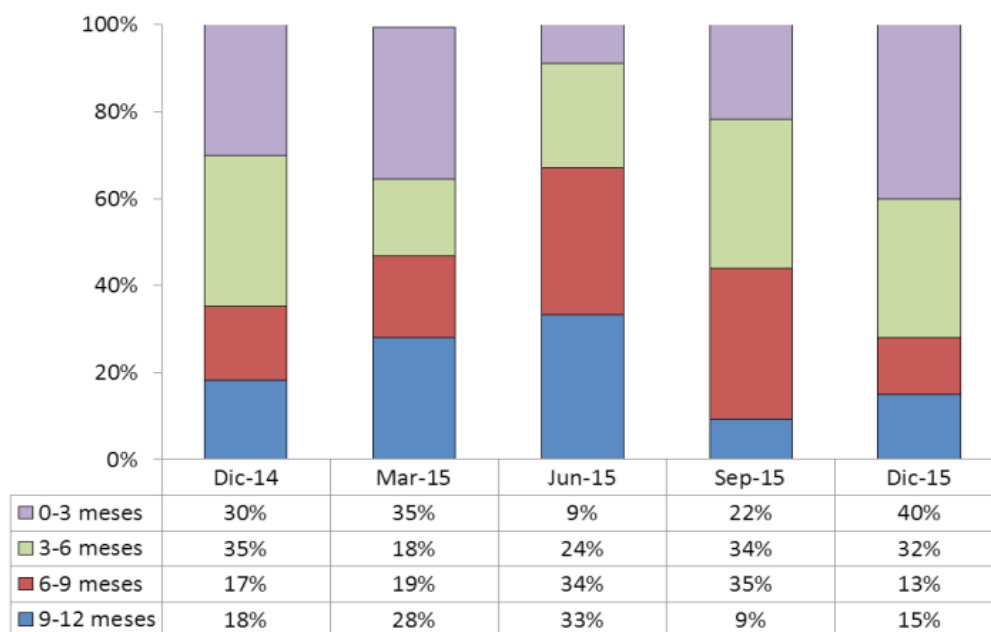


**Gráfico N° 21**  
Estructura por calificación crediticia



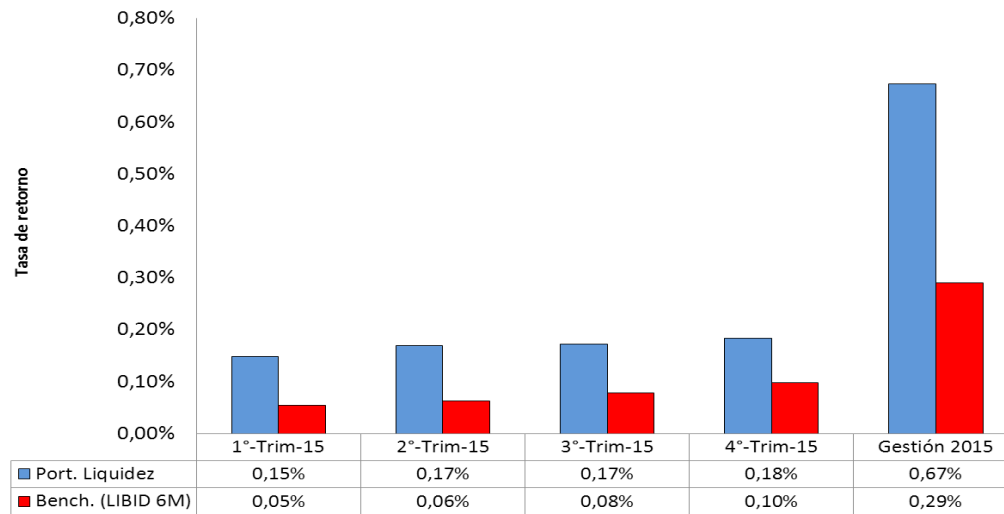
Respecto al plazo de inversión, el portafolio finalizó la gestión con una exposición al tramo de 0-3 meses de 40%, una exposición de 32% en el tramo de 3-6 meses y una exposición de 28% en el tramo de 6-12 meses. (Gráfico N° 22).

**Gráfico N° 22**  
Estructura por plazo



Las estrategias de inversión empleadas durante la gestión 2015 permitieron generar un retorno de 0,67%, 38 p.b. por encima del comparador referencial (Gráfico N° 23).

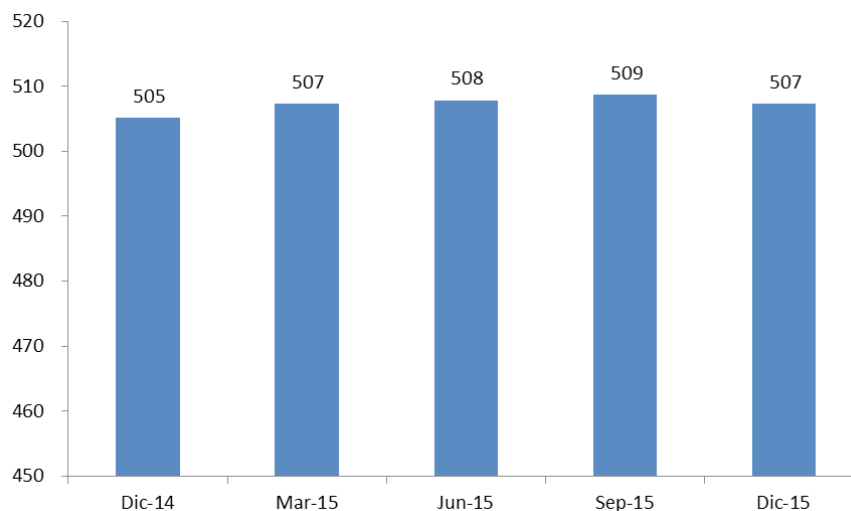
**Gráfico N°23**  
**Retorno trimestral y anual del portafolio**



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

El Portafolio de mediano plazo 0-3 años administrado por el Banco Mundial, tiene una duración promedio de 1,3 años y un comparador referencial constituido por Títulos del Tesoro de EE.UU. con vencimientos de 0 a 3 años. El valor del portafolio alcanzó USD 507 millones a fines de la gestión 2015, USD 2 millones mayor a la gestión anterior.

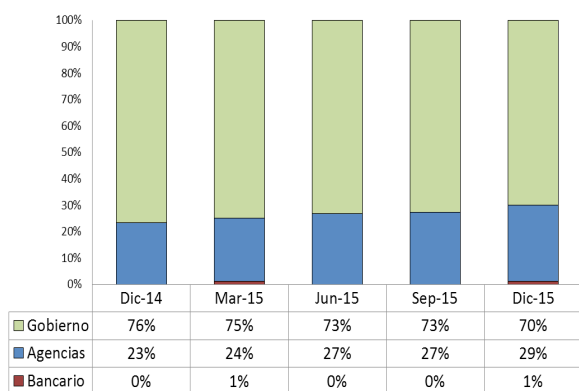
**Gráfico N°24**  
**Evolución del valor de mercado del portafolio**  
**(En millones de USD)**



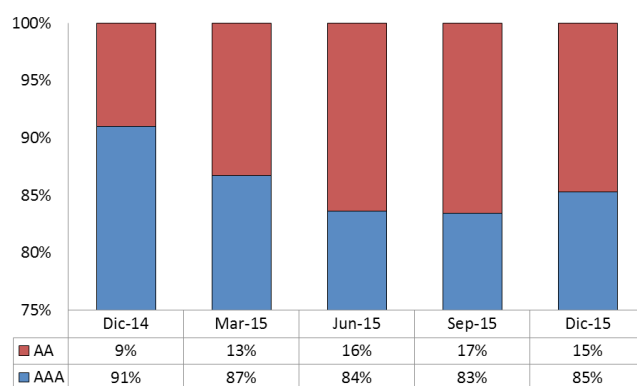
Respecto a las inversiones por sector, este portafolio durante la gestión, mostró un incremento en la exposición a Agencias de gobierno, por sus atractivos niveles de tasas de interés, finalizando con una participación del 29% (Gráfico N° 25). Gran parte de estas inversiones tiene cobertura mediante el uso de futuros de tasas de interés.

El 85% del portafolio cuenta con la máxima calidad crediticia de AAA por las inversiones en las Notas del Tesoro de EE.UU. y agencias de los gobiernos de Alemania, Holanda, Finlandia y Canadá. (Gráfico N° 26).

**Gráfico N° 25**  
**Estructura por sector**

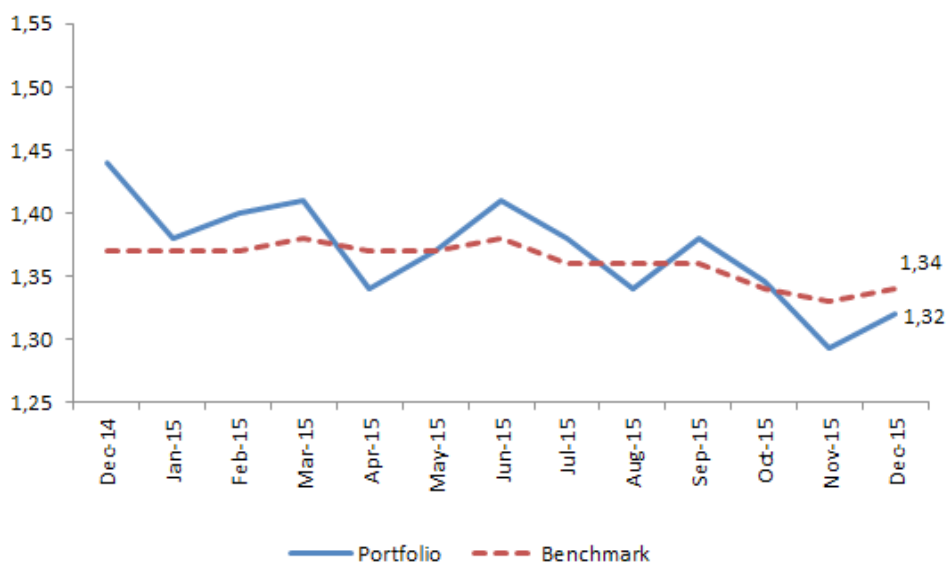


**Gráfico N° 26**  
**Estructura por calificación crediticia**



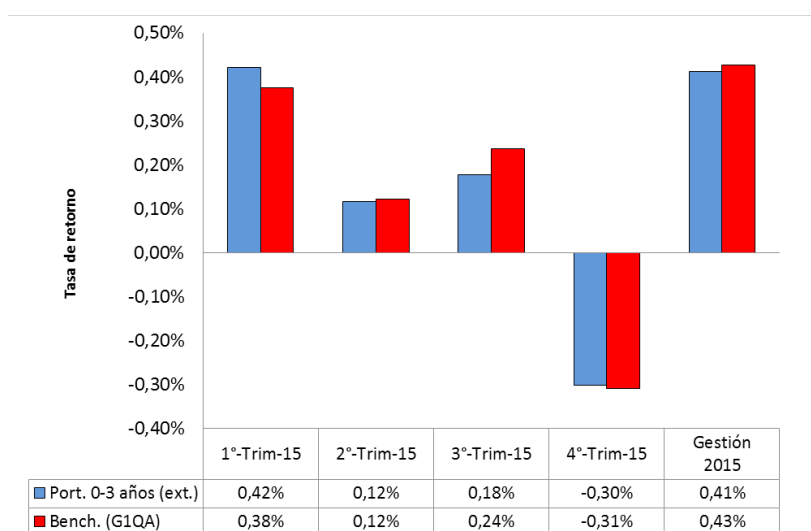
Durante la gestión, el Administrador Delegado se desvió ligeramente de la duración del benchmark, por las expectativas de subida de tasas del Fed. De esta manera, el último trimestre la duración del portafolio se situó por debajo del benchmark ante la expectativa de que el FED suba tasas durante el trimestre, situación que se hizo efectiva en el mes de diciembre (Gráfico N° 27). Adicionalmente, aplicaron estrategias de curva, a través de empinamientos y aplanamientos en diferentes oportunidades.

**Gráfico N° 27**  
**Duración del portafolio y benchmark**



El rendimiento de la gestión del portafolio fue 0,41%, 2 p.b. por debajo del alcanzado por el benchmark en un escenario de elevada volatilidad de tasas de interés.

**Gráfico N° 28**  
**Retorno trimestral del portafolio**

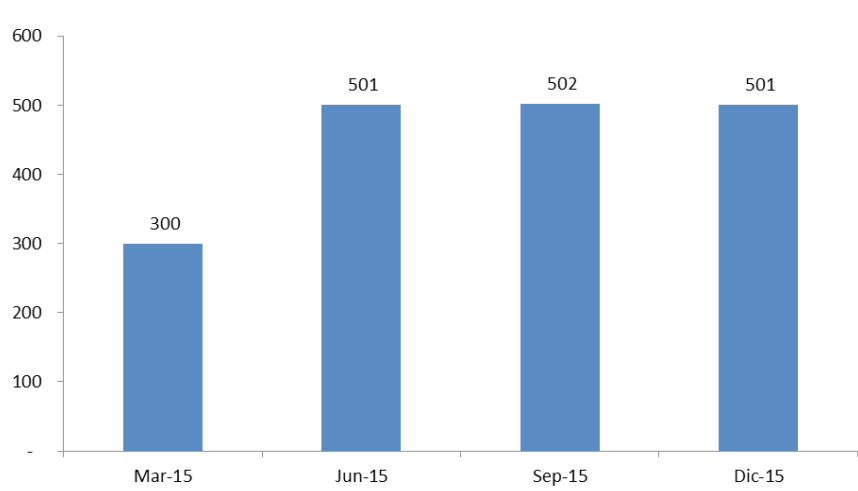


#### 4.2.1.4. Portafolio Mediano Plazo 0-3 (interno)

El Portafolio de Mediano Plazo 0-3 años fue constituido en el mes de marzo de 2015, con el objetivo de reducir el riesgo crediticio de las reservas, incrementar su diversificación e implementar una administración activa, incrementando el retorno potencial de las reservas.

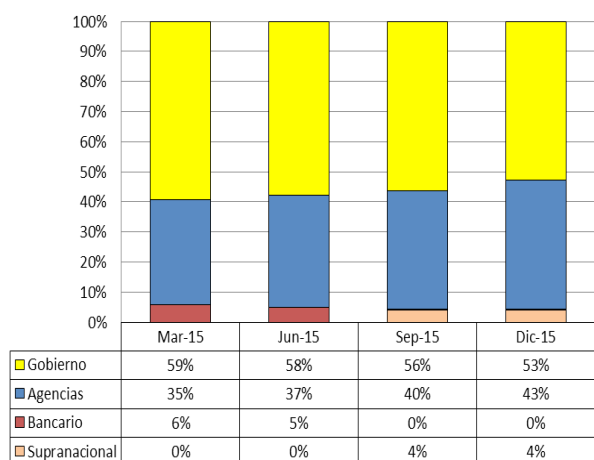
El Portafolio, tiene una duración promedio de 1,4 años y un comparador referencial constituido por Títulos del Tesoro de EE.UU. con vencimientos de 0 a 3 años. El valor del portafolio alcanzó USD 501 millones durante la gestión 2015.

**Gráfico N° 29**  
**Evolución del valor de mercado del portafolio**  
**(En millones de USD)**

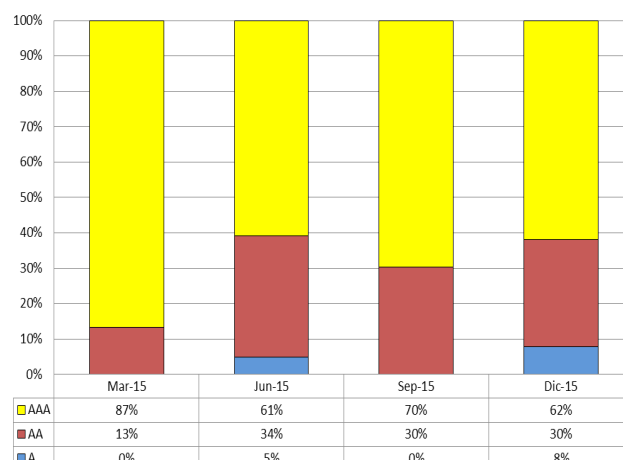


Durante la gestión, el portafolio estuvo orientado a capturar las oportunidades ofrecidas por nuevas emisiones de agencias de gobierno que generan un retorno adicional por el riesgo crediticio implícito en estos productos, con cobertura parcial con futuros de tasa de interés. La exposición del portafolio a agencias de gobierno incrementó de 35% a 43% y a instituciones supranacionales de 0 a 4% (Gráfico N° 30) en relación a inicios de la constitución del portafolio. Al 31 de diciembre 2015 el portafolio está conformado en 8% en emisores A, 30% en emisores AA y un 62% en emisores AAA (Gráfico N° 31).

**Gráfico N° 30**  
**Estructura por sector**

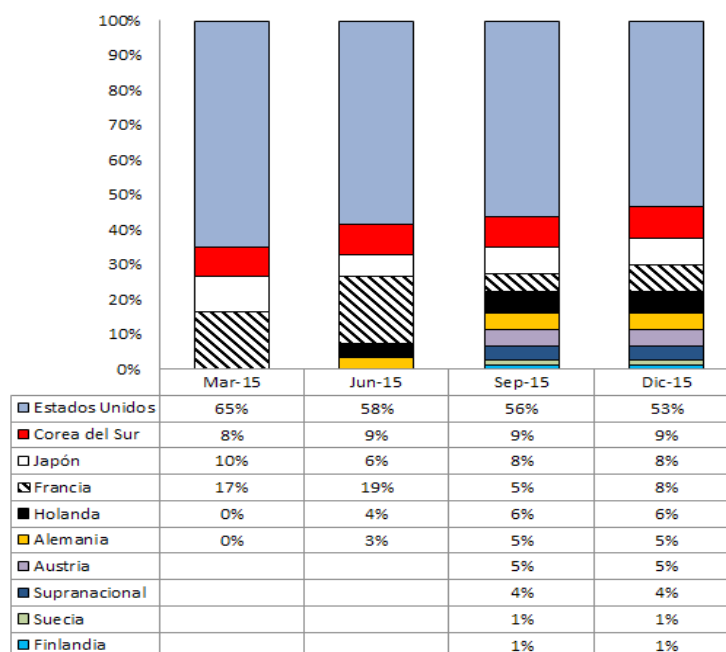


**Gráfico N° 31**  
**Estructura por calificación crediticia**



La estructura por país muestra que la diversificación del portafolio incrementó de 4 a 10 países durante la gestión 2015, destacándose entre los más importantes por exposición EE.UU. con 53%, Corea del Sur 9%, Japón 8%, Francia 8%, Holanda 6%, Alemania 5% y Austria 5% (Gráfico N° 32).

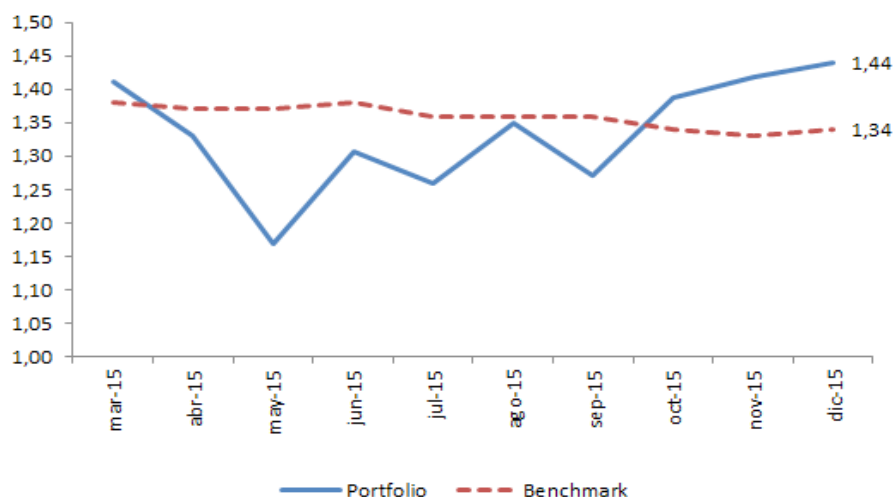
**Gráfico N° 32**  
**Estructura por país**



Durante la gestión 2015 se ejecutaron diferentes estrategias de duración. Ante las expectativas de un incremento de tasas durante la primera parte del año, la duración del portafolio se mantuvo por debajo del benchmark. Sin embargo, en el tercer trimestre, ante el incremento del riesgo de bajo crecimiento global se comenzó a poner en duda el incremento de tasas, por lo que se implementó una estrategia de duración mayor. (Gráfico N° 33).

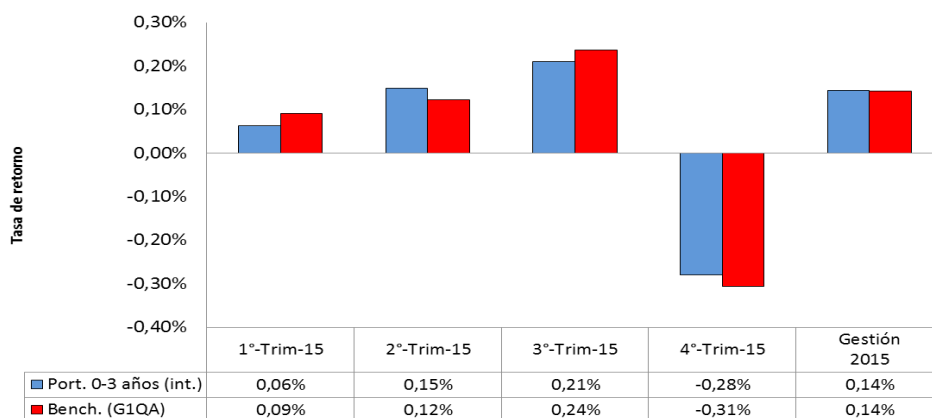
En este portafolio se implementaron estrategias de empinamiento y aplanamiento entre tramos en diferentes oportunidades, a fin de tomar ventaja de las expectativas del movimiento de la curva en un escenario de alta volatilidad de tasas.

**Gráfico N° 33**  
**Duración del portafolio y benchmark**



El rendimiento del portafolio en la gestión fue de 0,14%, igual al del benchmark.

**Gráfico N° 34**  
**Retorno trimestral y anual del portafolio**



#### 4.2.2. Tramo de Inversión

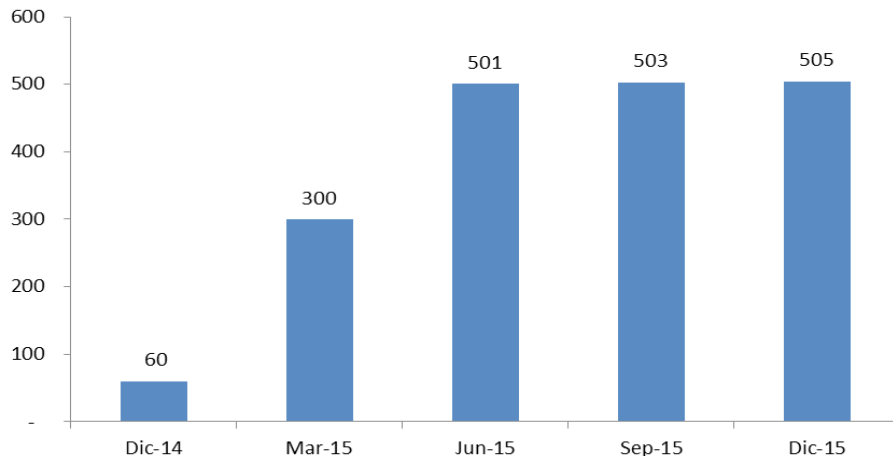
La estrategia principal de los portafolios del Tramo de Inversión fue la de invertir en spreads de emisiones de alta calidad crediticia. Además, se incrementó la duración de parte de las inversiones a fin de aprovechar tasas mayores en tramos más largos aprovechando el empinamiento de las curvas de rendimiento.

##### 4.2.2.1. Portafolio de mediano plazo 0-5 años

El portafolio de mediano plazo 0-5 años fue constituido en el mes de septiembre de la pasada gestión. 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 y sin volatilidad de tasas de interés.

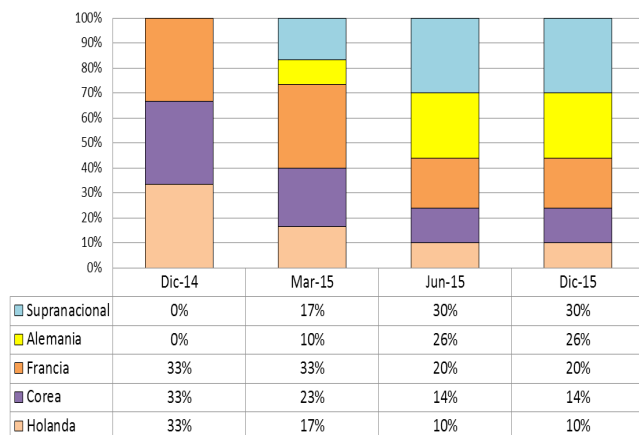
Durante el primer semestre de 2015 se completaron las inversiones por un nominal de USD 500 millones. A fin de gestión, el portafolio alcanzó un valor de USD 505 millones debido a las ganancias generadas por las inversiones realizadas. (Gráfico N° 35).

**Gráfico N° 35**  
**Evolución del valor del portafolio**  
**(En millones de USD)**

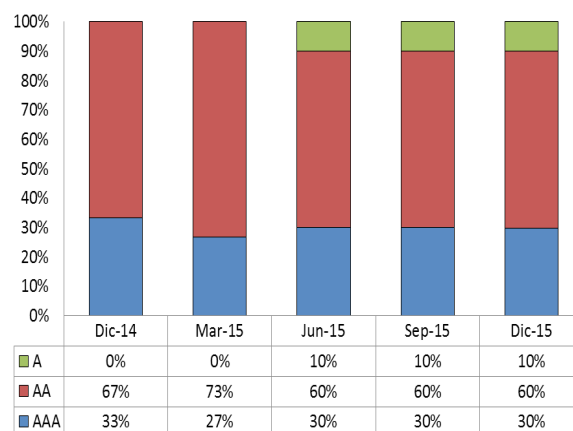


A la fecha el portafolio mantiene inversiones en cuatro países y dos supranacionales. Los títulos que conforman el portafolio son de alta calidad crediticia. Al 31 de diciembre 2015 el portafolio está conformado en 10% en emisores A, 60% en emisores AA y un 30% en emisores AAA (Gráfico N° 37).

**Gráfico N° 36**  
**Estructura por país**

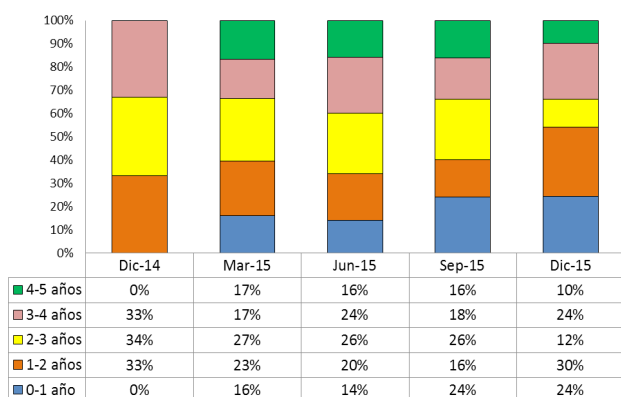


**Gráfico N° 37**  
**Estructura por calificación crediticia**

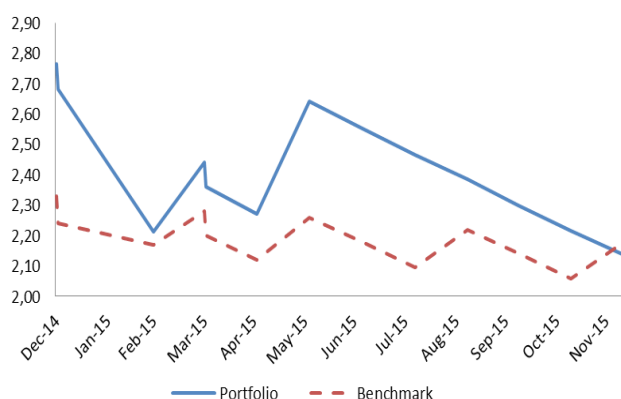


Respecto al plazo de inversión, el portafolio está invertido en un 54% en el tramo de 0-2 años; 36% en el tramo de 2-4 años y los restantes 10% en el tramo de 4-5 años. Por otra parte, debido a que el portafolio mantiene una estrategia de “mantener a madurez” la duración disminuye de forma lineal hasta alcanzar el próximo vencimiento. En este sentido a finales de la gestión 2015 el portafolio alcanza una duración ligeramente inferior a la del benchmark (Gráfico N° 39).

**Gráfico N° 38**  
**Estructura por plazo**

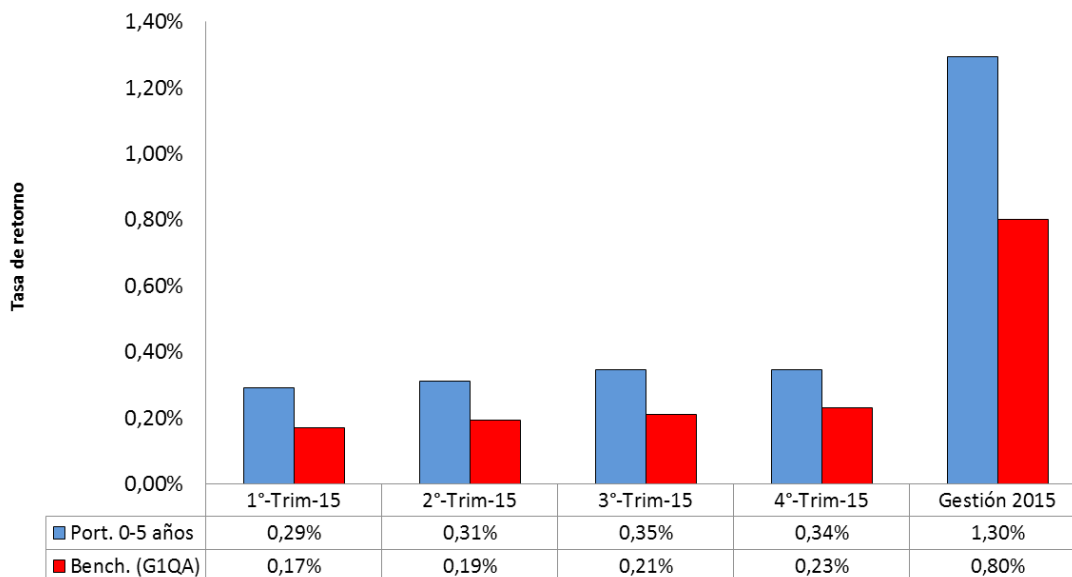


**Gráfico N° 39**  
**Duración del portafolio y benchmark**



Las inversiones efectuadas durante la gestión 2015 permitieron generar un retorno de 1,30%, 50 p.b. por encima del comparador referencial. (Gráfico N° 40).

**Gráfico N°40**  
**Retorno trimestral y anual del portafolio**



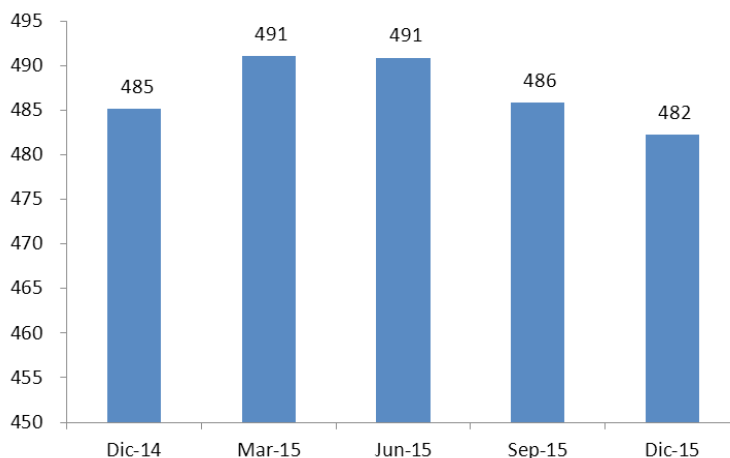
#### 4.2.2.2. Portafolio de TIPS

El valor de mercado del Portafolio TIPS (Notas Indexadas a la Inflación) durante la gestión 2015 se redujo en USD 3 millones, finalizando el año con un valor de USD 482 millones.

El valor de mercado del portafolio se incrementó durante la primera mitad del año, alcanzando USD 491 millones a fines de junio, favorecido por la reducción de los rendimientos nominales de las notas del Tesoro de EE.UU ante políticas expansivas de Europa, Japón, China y la incertidumbre sobre las negociaciones de Grecia, lo que provocaron un “flight to quality” en el semestre.



**Gráfico N° 41**  
**Evolución del valor de mercado del portafolio**  
**(En millones de USD)**



Sin embargo, durante el segundo semestre la caída del precio del petróleo y de las materias primas se profundizó debido a preocupaciones sobre el crecimiento en China, lo que generó niveles inflacionarios considerablemente bajos. Asimismo, la subida de tasas de la Reserva Federal ocasionó un incremento en las tasas nominales de mercado en especial en los tramos cortos de la curva, con lo que el valor de mercado del portafolio TIPS descendió a USD 482 millones (Gráfico N° 41).

Como se muestra en el Gráfico N° 42, las tasas *Break Even Inflation*, que reflejan las expectativas de inflación del mercado, disminuyeron a partir del segundo semestre de la gestión y generaron bajas expectativas inflacionarias en el corto plazo y mediano plazo.

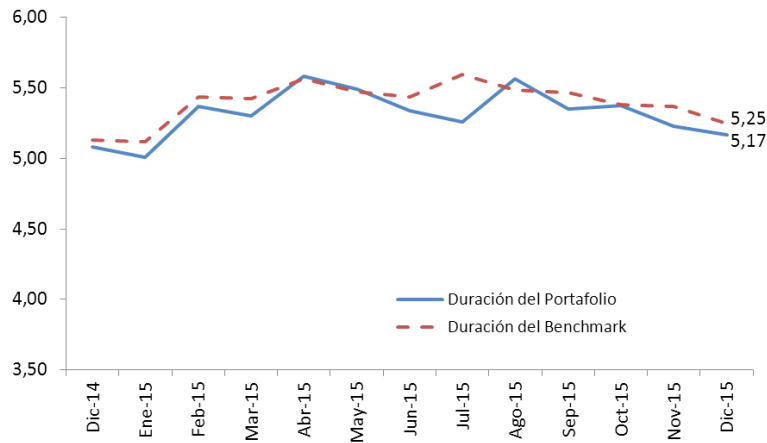
**Gráfico N° 42**  
**Tasas Break Even Inflation**  
**(En %)**



Fuente: Bloomberg

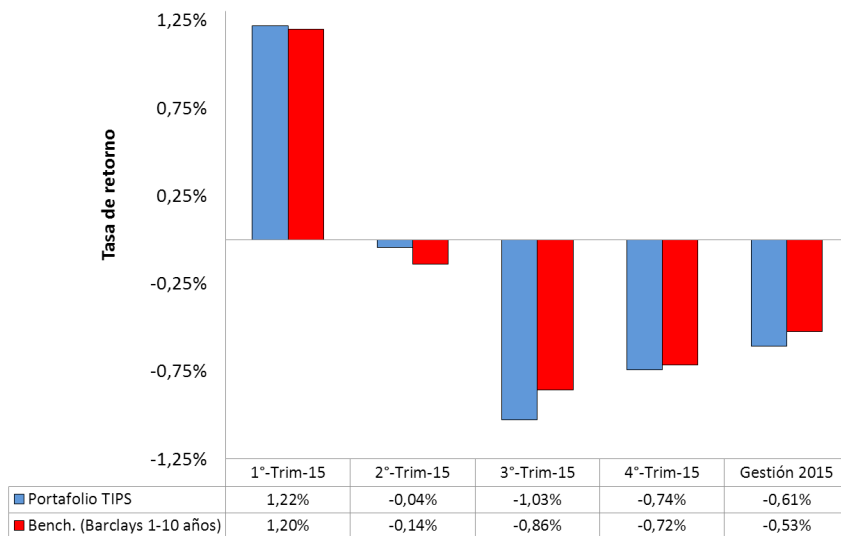
Frente a la expectativa de una subida de tasas en el mercado y una inflación por debajo de la meta del 2% del FED, el Fondo de TIPS ILF1 del BIS, mantuvo en general una duración menor a la del comparador referencial (Gráfico N° 43).

**Gráfico N° 43**  
**Duración del portafolio y benchmark**



El retorno del portafolio durante el 2015 fue de -0,61%, 8 p.b. por debajo de su comparador referencial que fue de -0,53% (Gráfico N° 44).

**Gráfico N° 44**  
**Retorno trimestral y anual del portafolio**

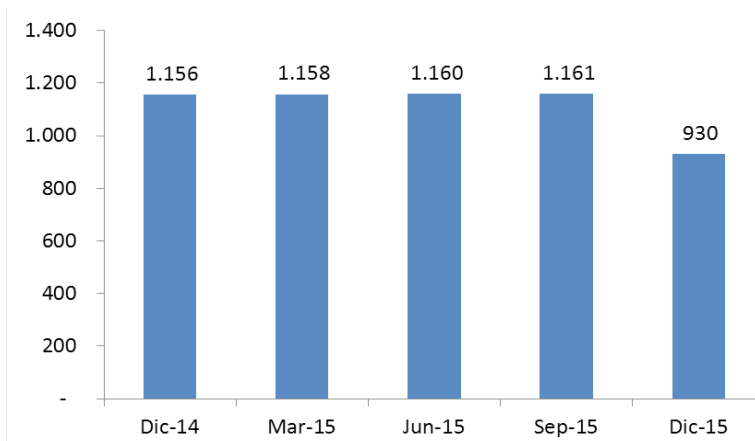


### 4.2.2.3. Portafolio Global

#### 4.2.2.3.1. Inversiones en euros

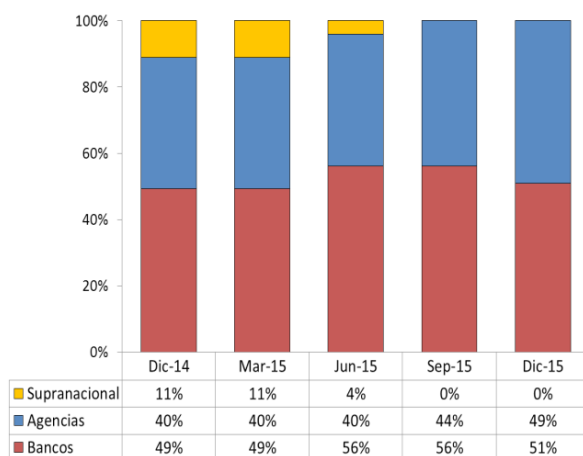
El portafolio tuvo una reducción de EUR 226 millones durante la gestión como parte de la nueva Estructura Estratégica de Activos, con lo cual el portafolio finalizó con un valor de mercado de EUR 930 millones. Los dólares provenientes de la venta de euros fueron transferidos al Tramo Precautorio con inversiones en el Portafolio de Liquidez.

**Gráfico N° 45**  
**Evolución del valor de mercado del portafolio**  
**(En millones de EUR)**



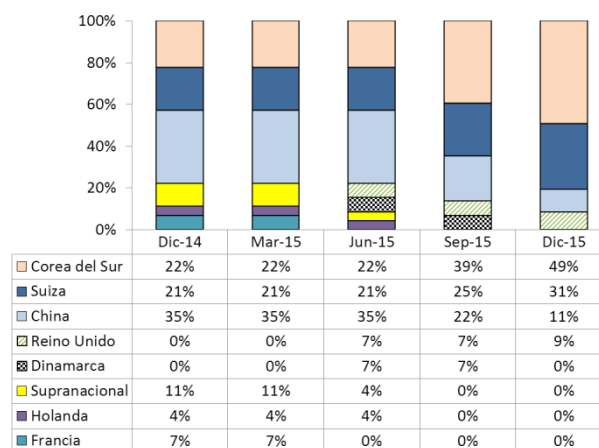
Durante la gestión, la estrategia del portafolio fue mantener inversiones principalmente en el sector agencias de gobierno y sector bancario con un plazo hasta de 2 años y reducir la exposición a emisores supranacionales, con lo cual el sector agencias se ubicó en 49% y el sector bancario con 51% (Gráfico N° 46).

**Gráfico N° 46**  
**Estructura del Portafolio por Sector**



**Gráfico N° 47**

**Estructura del Portafolio por País y Supranacional**

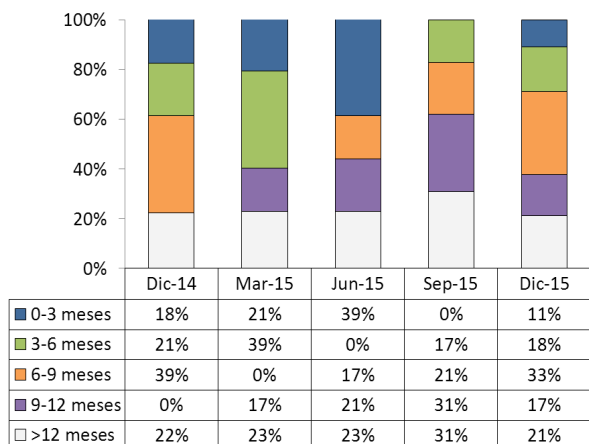


Respecto a la estructura por país, se incrementó la mayor exposición a Corea del Sur, Suiza y Reino Unido alcanzando 49%, 31% y 9% respectivamente sobre el total del portafolio. Por otro lado, se redujo la exposición a China de 35% a 11% (Gráfico N° 47).

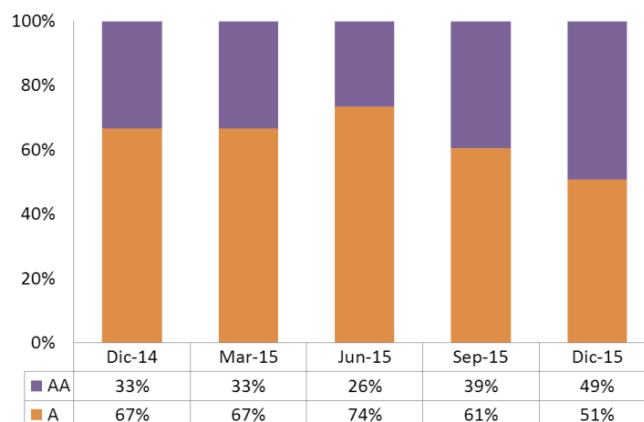
El mercado de inversiones en Euros continuó mostrando tasas de interés cercanas a 0 e incluso negativas, por lo que la estrategia de inversión para el portafolio fue el de incrementar ligeramente la maduración promedio de las inversiones e incrementar las inversiones en el sector bancario; todo esto con el objetivo de maximizar el rendimiento del portafolio. La estructura del portafolio muestra un incremento en el tramo de 9-12 meses debido a la reinversión de los fondos a medida que se acercaron a su vencimiento. (Gráfico N° 48).

La calidad crediticia del portafolio al finalizar la gestión tuvo una mejora, incrementando la calificación de AA de 33% a 49% y la calificación de A se redujo de 67% a 51%. (Gráfico N° 49).

**Gráfico N° 48**  
Estructura del portafolio por plazo

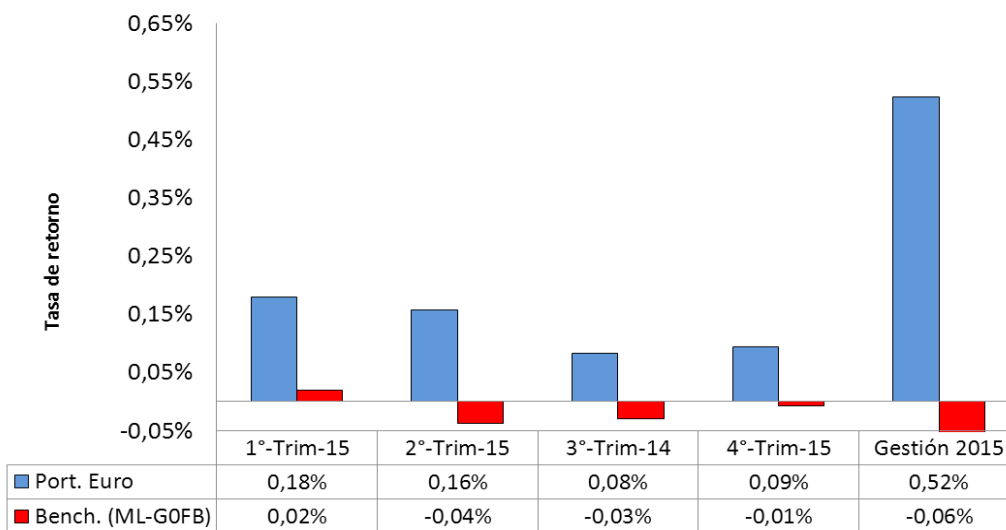


**Gráfico N° 49**  
Estructura por calificación crediticia



Las estrategias de inversión empleadas durante la gestión permitieron obtener un retorno del portafolio de 0,52%, 58 p.b. por encima de su benchmark (Gráfico N° 50).

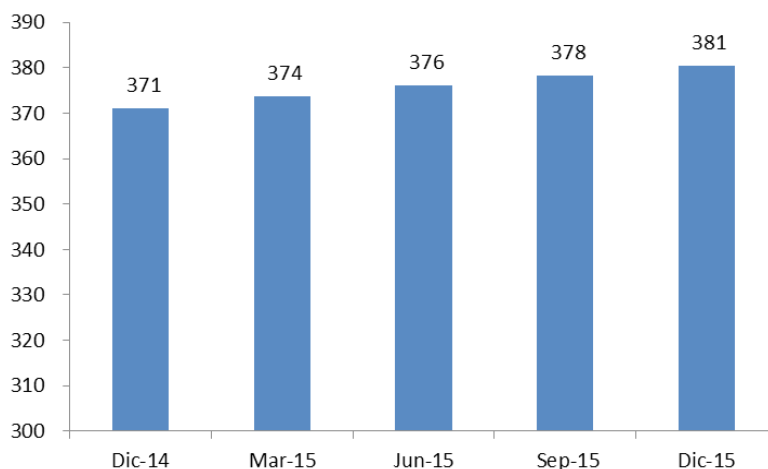
**Gráfico N° 50**  
Retorno trimestral y anual del portafolio



#### 4.2.2.3.2. Inversiones en Dólares Australianos

Durante la gestión 2015, el valor de mercado del portafolio australiano se incrementó en AUD 10 millones, alcanzando un total de AUD 381 millones. Este incremento es explicado por las ganancias de las inversiones en el portafolio. (Gráfico N° 51).

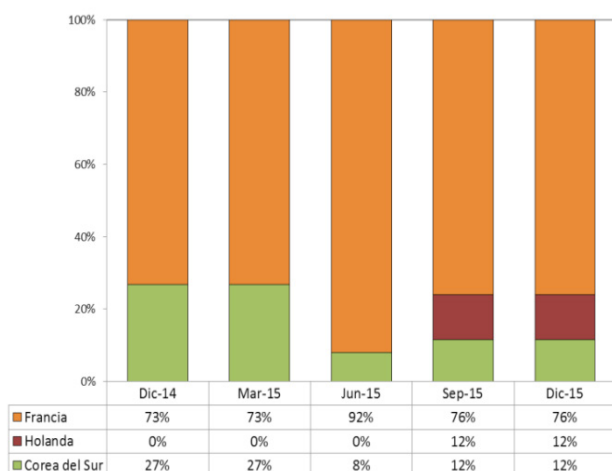
**Gráfico N° 51**  
**Evolución del valor de mercado del portafolio**  
**(En millones de AUD)**



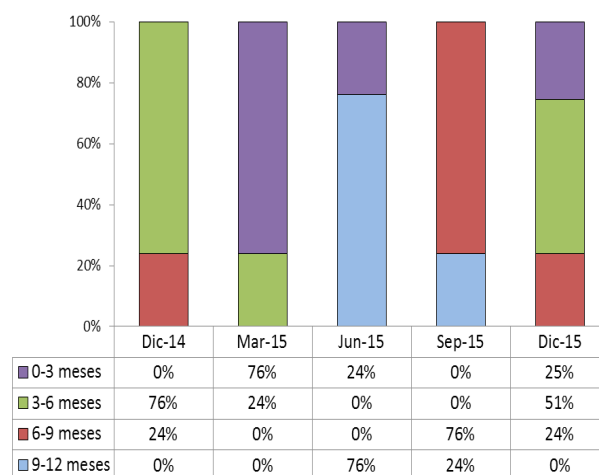
El portafolio se encuentra compuesto por títulos de agencias del gobierno francés, del gobierno de Corea y del gobierno de Holanda, con un 76%, 12% y 12%, respectivamente (Gráfico N° 52).

Por otro lado, la concentración de las inversiones se encuentra en el tramo de 3 - 6 meses con un 51%, seguida del tramo de 0 - 3 meses con un 25% y el tramo de 6 - 9 meses con un 24%, esto debido a la proximidad de vencimientos de algunos títulos en el portafolio y la reinversión de vencimientos a plazos de hasta 12 meses (Gráfico N° 53).

**Gráfico N° 52**  
**Estructura por país y supranacional**

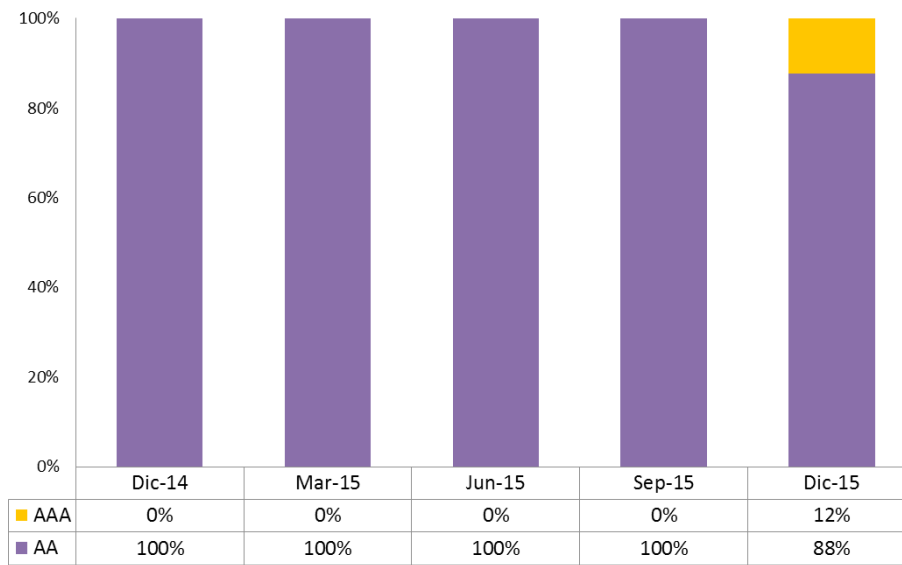


**Gráfico N° 53**  
**Estructura por plazo**



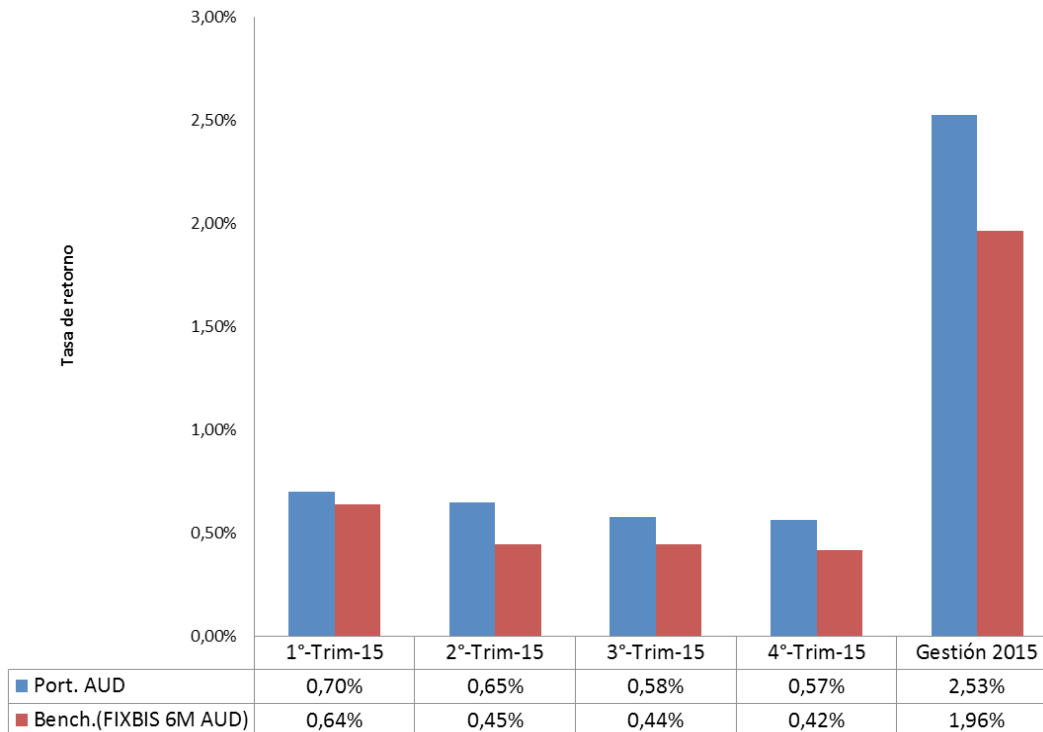
La calidad crediticia de las inversiones del portafolio respecto a la gestión anterior mejoró, incrementando las inversiones con calificación AAA de 0% a 12% y el restante 88% invertido en emisiones de calificación AA. (Gráfico N° 54).

**Gráfico N° 54**  
**Estructura por calificación crediticia del portafolio**



En la gestión, el portafolio obtuvo un rendimiento de 2,53%, 57 p.b. por encima de su comparador referencial (Gráfico N° 55).

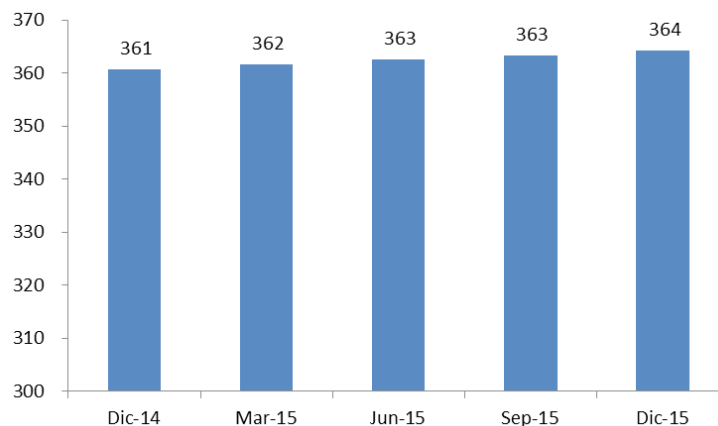
**Gráfico N° 55**  
**Retorno trimestral y anual del portafolio**



#### 4.2.2.3.3. Inversiones en Dólares Canadienses

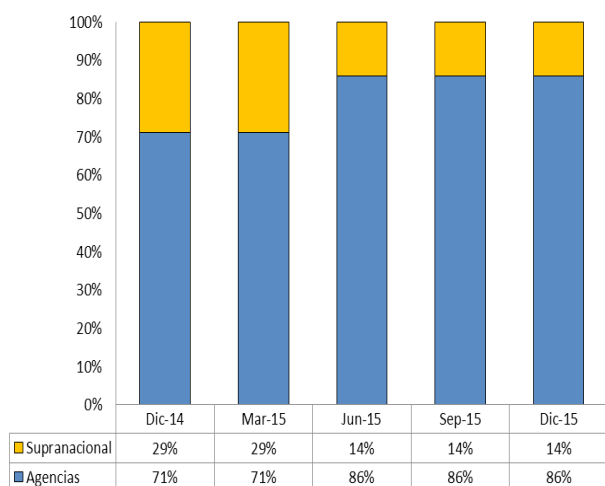
El valor del portafolio en dólares canadienses alcanzó CAD 364 millones al 31 de diciembre 2015, incrementándose en CAD 3 millones por los retornos obtenidos por las inversiones realizadas.

**Gráfico N° 56**  
**Evolución del valor de mercado del portafolio**  
**(En millones de CAD)**

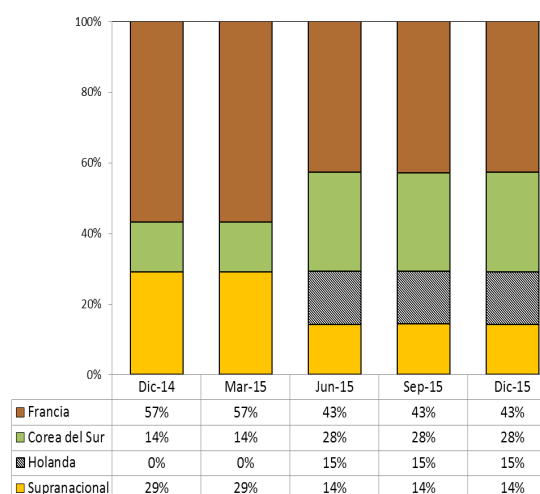


La estrategia de inversión fue incrementar la exposición en el sector de agencia, de 71% a 86%, para aprovechar las atractivas tasas ofrecidas por estas (Gráfico N° 57). Respecto a la estructura por país, la exposición a Francia y Supranacional se redujo de 57% y 29% a 43% y 14%, respectivamente, y se incrementó la exposición a Corea de Sur de 14% al 28% y a Holanda de 0% a 15% (Gráfico N° 58).

**Gráfico N° 57**  
**Estructura del portafolio por sector**



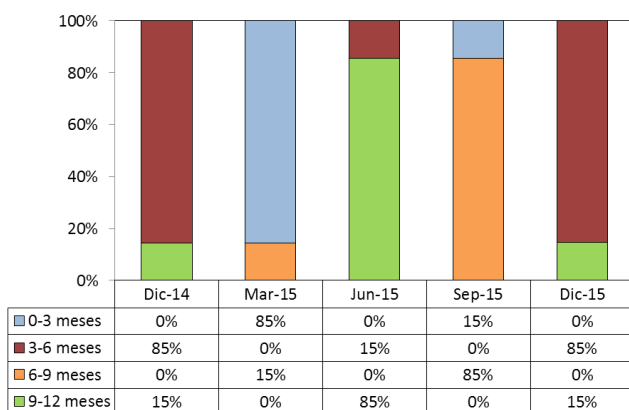
**Gráfico N° 58**  
**Estructura del portafolio por país y supranacional**



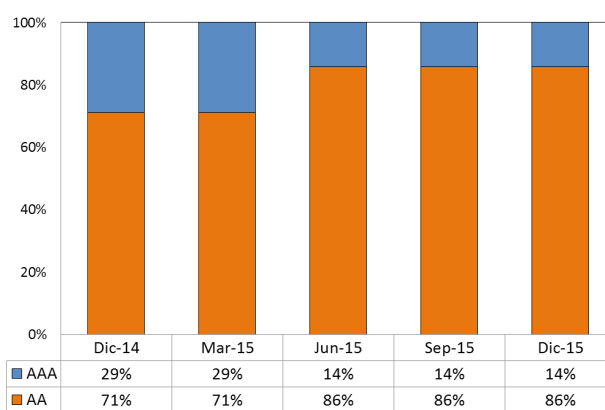
Debido a la tendencia decreciente en las tasas de rendimiento durante la gestión, las inversiones fueron realizadas a plazos de 12 meses, por lo que la estructura por plazo se mantuvo con un 85% en el tramo de 3 - 6 meses y un 15% en el tramo de 9 - 12 meses (Gráfico N° 59).

La composición del portafolio muestra que el 86% se encuentra invertido en emisores AA y el 14% en emisores AAA, reflejando la alta calidad crediticia del portafolio. Se incrementaron las inversiones en emisiones con calificación AA para aprovechar las atractivas tasas ofrecidas por las contrapartes (Gráfico N° 60).

**Gráfico N° 59**  
**Estructura del portafolio por plazo**

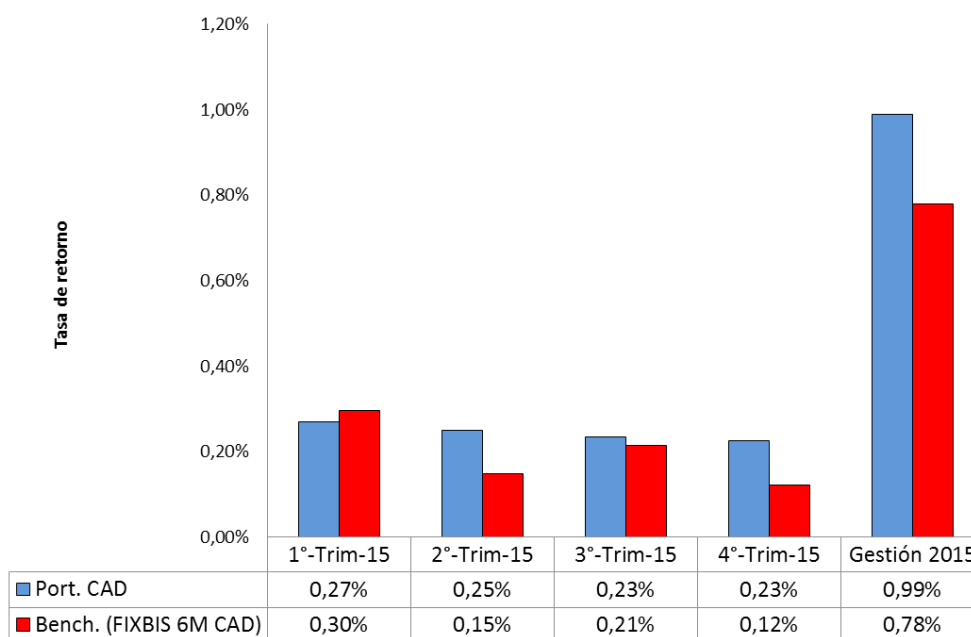


**Gráfico N° 60**  
**Estructura por calificación crediticia**



El rendimiento alcanzado en la gestión fue de 0,99%, 21 p.b. por encima de su comparador referencial (Gráfico N° 61).

**Gráfico N° 61**  
**Retorno trimestral y anual del portafolio**



#### 4.2.2.4. Inversiones en Renminbis Chinos

Con el objetivo de diversificar y aprovechar las oportunidades de inversión en el mercado Offshore y Onshore, durante el primer semestre se incrementó la participación de las inversiones en el mercado Onshore a través del incremento en la participación en el fondo de BISIP<sup>4</sup> Series CNY por el equivalente de USD 100 millones provenientes de las inversiones Offshore.

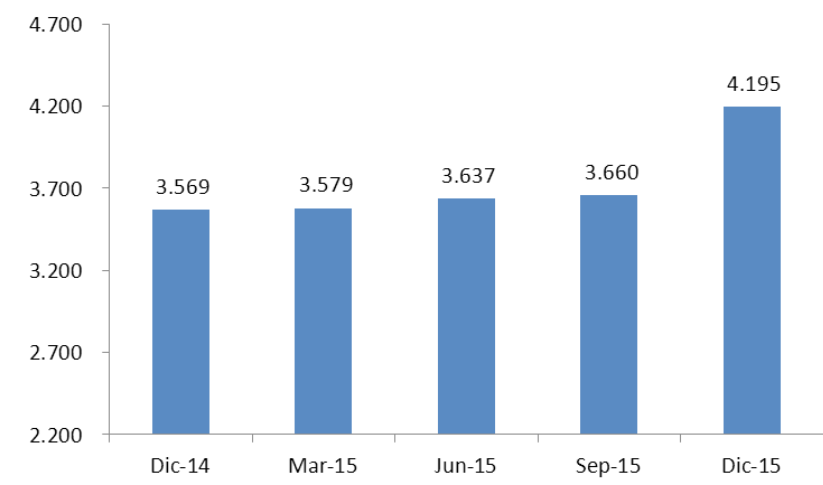
Durante el cuarto trimestre 2015, se incrementaron las inversiones en el mercado Offshore por el equivalente a USD 75 millones.

<sup>4</sup> 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.



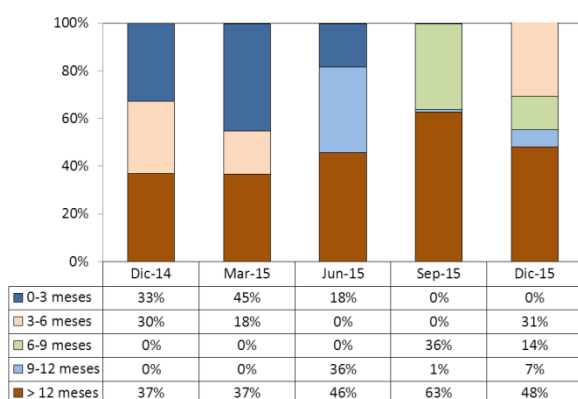
De esta manera, en la gestión 2015, el valor de mercado del portafolio en Renminbis se incrementó en CNH/CNY 626 millones, alcanzando un total de CNH/CNY 4.195 millones, por las nuevas inversiones en renmimbis y los ingresos generados por las inversiones (Gráfico N° 62).

**Gráfico N° 62**  
Evolución del valor de mercado del portafolio  
(En millones de Renminbis)

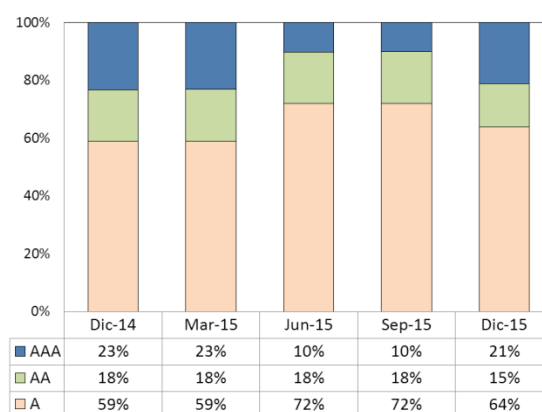


La estructura por plazo del portafolio muestra una reducción en la gestión en el tramo de 0-3 meses de 33% a 0%, debido a la reinversión de los fondos a plazos mayores a medida que llegan a vencimiento. Por otro lado, la estructura por calificación crediticia muestra un incremento en la exposición a emisores con calificación crediticia de A de 59% a 64% y reducciones de 23% a 21% en AAA y de 18% a 15% en AA. (Gráfico N° 64).

**Gráfico N° 63**  
Estructura por plazo



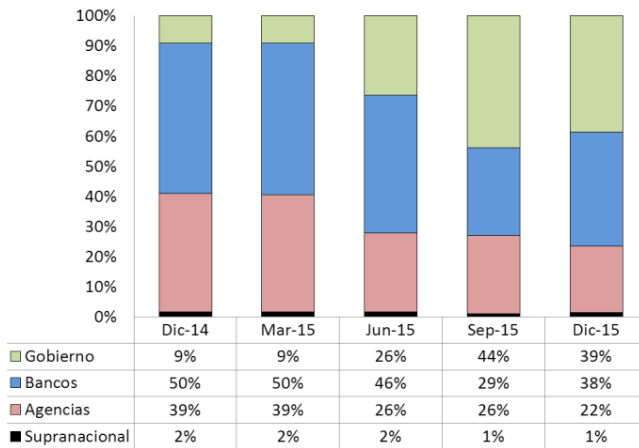
**Gráfico N° 64**  
Estructura por calificación crediticia



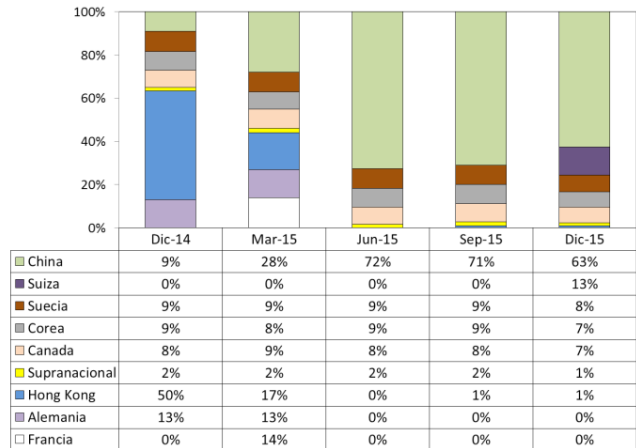
Las inversiones se distribuyeron en los sectores de gobierno con 39%, bancos 38%, agencias 22% y supranacional con 1% sobre el total del portafolio. (Gráfico N° 65).

Respecto a la estructura por país, se incrementó la exposición a China llegando a un 63% del portafolio, debido al incremento en la participación del fondo BIS CNY el cual tiene inversiones en títulos del gobierno Chino. Por otro lado se redujo la exposición a Hong Kong, finalizando con un 1% del portafolio. (Gráfico N° 66).

**Gráfico N° 65**  
Estructura del portafolio por sector

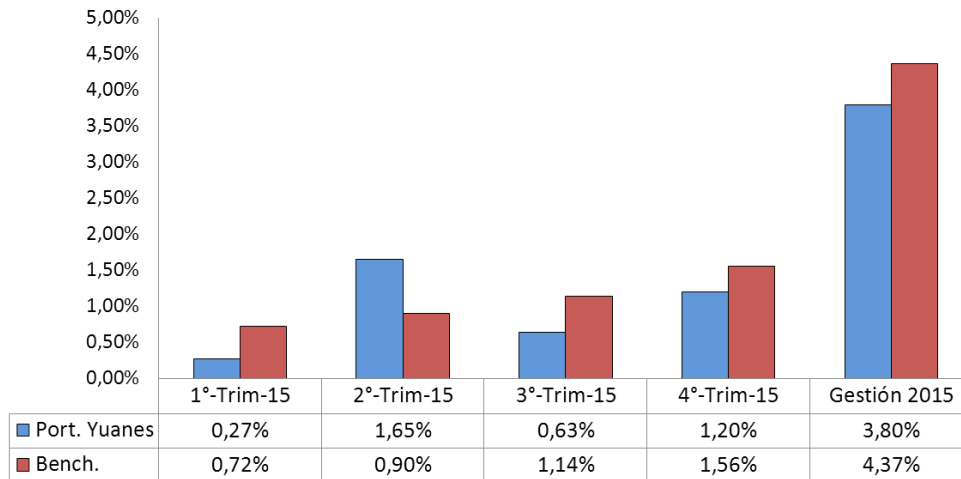


**Gráfico N° 66**  
Estructura del portafolio por país y supranacional



El retorno del portafolio durante la gestión fue de 3,80%, 57 p.b. por debajo del comparador referencial, debido a que las inversiones del portafolio Renmimbi se enfocaron en seleccionar emisores que presenten una baja exposición y relación al sector bancario chino, por tanto menores tasas de interés en comparación a dicho sector.

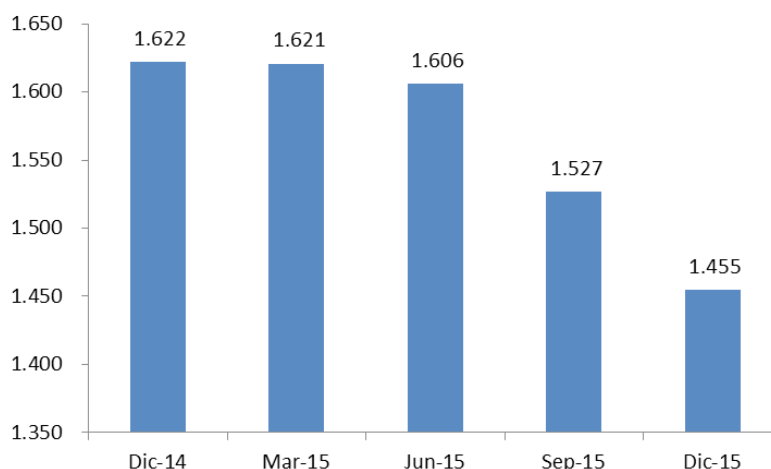
**Gráfico N° 67**  
Retorno trimestral y anual del portafolio



### 4.2.3. Portafolio de Oro

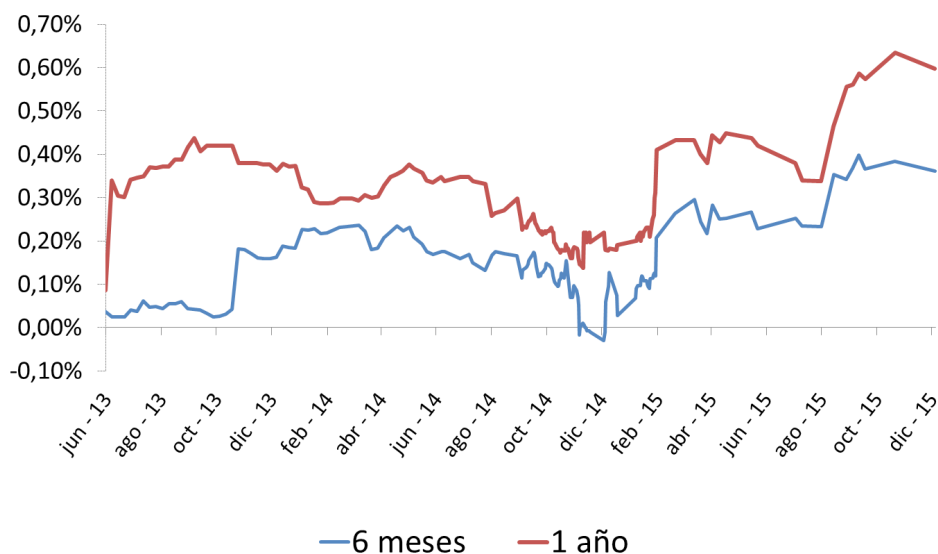
En la gestión, el valor de mercado del Portafolio de Oro disminuyó en USD 167 millones por la reducción en el precio internacional del oro, con lo que el valor de mercado del portafolio pasó de USD 1.622 millones a USD 1.455 millones (Gráfico N° 68).

**Gráfico N° 68**  
**Evolución del valor de mercado del portafolio**  
**(En millones de USD)**



En la gestión 2015, las tasas promedio para depósitos de oro mostraron un comportamiento creciente en los últimos trimestres, debido a la mayor demanda por oro físico por parte de India y China y una menor liquidez de depósitos en oro en el sistema bancario. En promedio, la tasa a 6 meses alcanzó un nivel de 0,36% y la de 12 meses 0,60% (Gráfico N° 69).

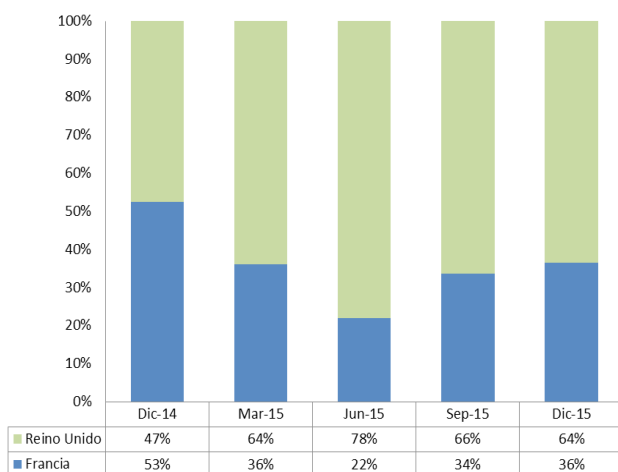
**Gráfico N° 69**  
**Tasas de interés de depósitos en oro**



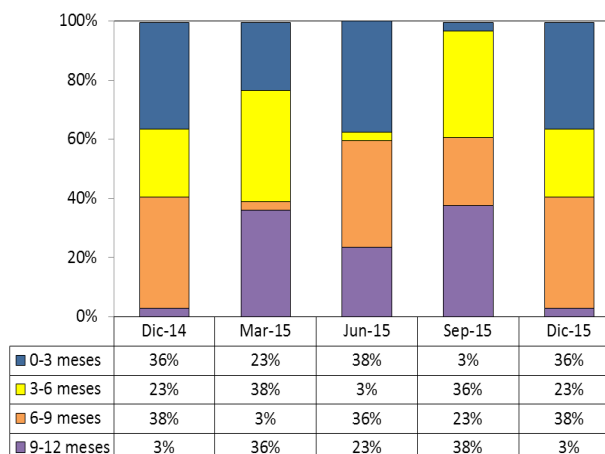
Fuente: Tasas ofrecidas por contrapartes en los que están invertidas las reservas de oro

El Portafolio de Oro está invertido en su totalidad en el sector bancario, no existiendo otras alternativas de inversión en el mercado. Durante la gestión, se incrementó la exposición en bancos ingleses, alcanzando una participación de 64% por los niveles atractivos de tasas de interés ofrecidas. El resto de las inversiones se efectuaron en bancos franceses, alcanzando una participación del 36% (Gráfico N° 70).

**Gráfico N° 70**  
Estructura del portafolio por país



**Gráfico N° 71**  
Estructura del portafolio por plazo



Respecto a los plazos de inversión, al finalizar la gestión la estructura del portafolio muestra una concentración de 36% en el plazo de 0 - 3 meses, seguida de 23% en el plazo de 3 - 6 meses, 38% en el plazo de 6 - 9 meses y el restante 3 % en 9 - 12 meses. (Gráfico N° 71).

Durante la gestión 2015, las inversiones de las reservas de oro generaron un ingreso de USD 7,4 millones, con una tasa de rendimiento de 0,44%.

**Cuadro N° 7**  
Rendimiento Trimestral y Anual del Portafolio Oro

	1°-Trim-15	2°-Trim-15	3°-Trim-15	4°-Trim-15	Gestión 2015
Rend. Port. Oro	0,10%	0,11%	0,11%	0,12%	0,44%
Ingresos (En mill. USD)	1,7	1,8	1,9	2,0	7,4

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

En la gestión 2015 se generaron ingresos de USD 102,9 millones por la inversión de las reservas internacionales, equivalente a una tasa de retorno de 0,75% (Cuadro N° 8). Sin considerar las reservas de Oro, las Reservas Monetarias internacionales generaron ingresos por USD 95,5 millones, equivalente a una tasa de retorno de 0,79%.

Las inversiones de oro obtuvieron un retorno de 0.44% equivalente a de USD 7,4 millones.

**Cuadro N° 8**  
**Rendimiento e Ingresos**  
**por la inversión de las Reservas Internacionales\***

	Gestión 2014		Gestión 2015	
	Ingresos (En miles de USD)	Retorno	Ingresos (En miles de USD)	Retorno
CAPITAL DE TRABAJO	581	0.30%	495	0.33%
PORTAFOLIO DE LIQUIDEZ	58,673	0.67%	53,338	0.67%
PORTAFOLIO 0-3 AÑOS (Externo)	3,915	0.78%	2,087	0.41%
PORTAFOLIO 0-3 AÑOS (Interno) <sup>(1)</sup>	---	---	544	0.14%
<b>TOTAL TRAMO PRECAUTORIO</b>	<b>63,168</b>	<b>0.67%</b>	<b>56,465</b>	<b>0.63%</b>
PORTAFOLIO 0-5 AÑOS	20	0.05%	4,937	1.30%
PORTAFOLIO TIPS	2,354	0.49%	(2,957)	-0.61%
PORTAFOLIO GLOBAL	28,454	1.13%	37,059	1.59%
<b>TOTAL TRAMO DE INVERSIÓN</b>	<b>30,827</b>	<b>1.03%</b>	<b>39,038</b>	<b>1.23%</b>
<b>TOTAL RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES</b>	<b>93,995</b>	<b>0.76%</b>	<b>95,503</b>	<b>0.79%</b>
PORTAFOLIO ORO	7,930	0.43%	7,417	0.44%
<b>TOTAL RESERVAS INTERNACIONALES</b>	<b>101,925</b>	<b>0.71%</b>	<b>102,920</b>	<b>0.75%</b>

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

<sup>(1)</sup> El portafolio 0-3 años (interno) inicia el 23 de marzo de 2015.

El retorno a 12 meses sin considerar las variaciones cambiarias del euro, dólar canadiense, dólar australiano, yuan Renminbi y oro de las reservas internacionales ha presentado un incremento respecto al registrado en la gestión anterior, debido a las inversiones con mayor cupón en el mediano plazo en los portafolios 0-5 años y Global – Yuanes Renminbis.

De esta manera, los ingresos generados por la administración de las reservas internacionales de USD 102,9 millones equivalente a Bs 706 millones se ven directamente reflejados en el Balance del BCB a través del Resultado Operativo de la gestión. Al 31 de diciembre de 2015, este resultado operativo (Utilidad de Operación) del Banco Central de Bolivia fue positivo de Bs 540,5 millones, los mismos que serán transferidos a la cuenta de Reservas del Patrimonio “Reserva para Reposición Patrimonial” en cumplimiento a la Resolución de Directorio 176/2013 de fecha 10 de diciembre de 2013 hasta completar el monto no reembolsable de USD 600 millones desembolsado a FINPRO.

Respecto a los rendimientos obtenidos por la inversión de las reservas internacionales comparados con los portafolios de referencia (benchmarks), en la gestión 2015 el BCB generó exceso de retornos en todos los portafolios con excepción del Portafolio TIPS y el Portafolio 0-3 años (externo). Los portafolios de Liquidez, 0-5 años y Global superaron al benchmark en 38, 50 y 26 puntos básicos respectivamente, como se muestra en el siguiente cuadro.

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

	Gestión 2014			Gestión 2015		
	Portafolio	Benchmark	Diferencia (En pb)	Portafolio	Benchmark	Diferencia (En pb)
Capital de Trabajo	0,30%	0,05%	25	0,33%	0,06%	26
Portafolio de Liquidez	0,67%	0,21%	46	0,67%	0,29%	38
Portafolio 0-3 años (externo)	0,78%	0,46%	32	0,41%	0,43%	-2
Portafolio 0-3 años (interno)**)	---	---	---	0,14%	0,14%	0
Portafolio 0-5 años	0,05%	0,04%	1	1,30%	0,80%	50
Portafolio TIPS	0,49%	0,87%	-39	-0,61%	-0,53%	-8
Portafolio Global	1,13%	0,85%	28	1,59%	1,33%	26
<b>Total Reservas Monetarias Internacionales</b>	<b>0,76%</b>	<b>0,38%</b>	<b>38</b>	<b>0,79%</b>	<b>0,48%</b>	<b>31</b>

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

(\*\*) El portafolio 0-3 años (interno) inicia el 23 de marzo de 2015.

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

Los riesgos que se gestionan en la inversión de las Reservas Internacionales son los riesgos financieros (mercado, crediticio y liquidez) y el riesgo operacional.

De acuerdo a la Política Global de Riesgos aprobada por el Directorio del BCB a través del Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales, se controla diariamente el cumplimiento de las políticas, normas, lineamientos y límites en la inversión de las reservas internacionales.

Al respecto, el Departamento de Control de Inversiones certifica que durante la gestión 2015 en todas y cada una de las negociaciones de inversión de las reservas internacionales se cumplieron las normas, límites y lineamientos de inversión establecidos por el Directorio del BCB y por el Comité de Reservas Internacionales (CRI).

## 5.1. Riesgo crediticio

El riesgo crediticio es el riesgo de que una institución no cumpla con sus obligaciones relacionadas con la emisión de títulos, depósitos o cualquier otra obligación contractual con los inversionistas.

El BCB invierte las reservas internacionales únicamente en entidades financieras, organismos internacionales, agencias gubernamentales y países, que tengan una alta calidad crediticia, con una calificación de riesgo crediticio igual o superior a A, de acuerdo a las calificaciones otorgadas por agencias calificadoras de riesgo crediticio de renombre internacional.

Para el control del riesgo crediticio se tienen establecidos los siguientes procesos:

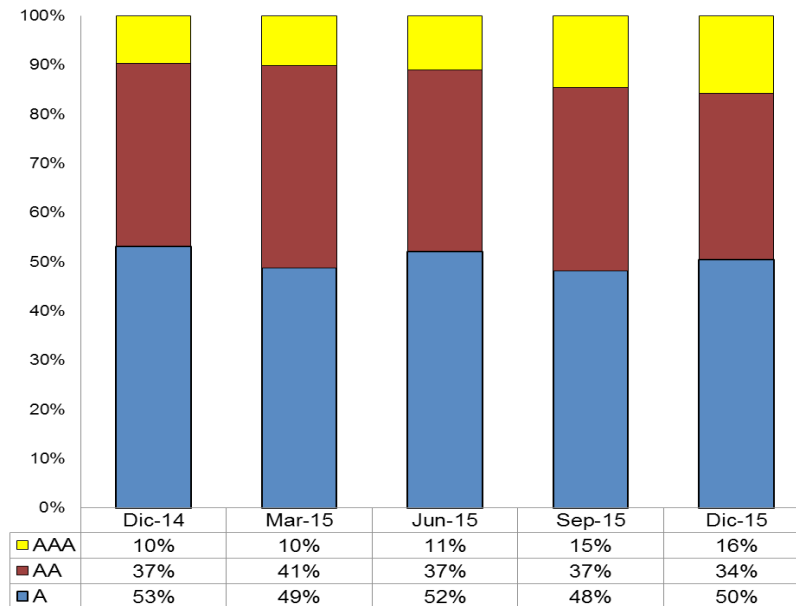
- i) Se habilita en forma individual a cada entidad financiera, organismo internacional y agencia gubernamental, con los cuales se puede efectuar la inversión de las reservas internacionales; a este efecto, adicionalmente a su calificación de riesgo crediticio se revisan sus estados financieros y sus indicadores de mercado.
- ii) Se controlan los límites por monto y plazo, para cada una de las inversiones de los Portafolios que conforman las reservas internacionales. Este control está incorporado en los sistemas de información que se utilizan en el BCB y permiten un control ex-ante y ex-post de cada negociación.
- iii) En los límites por Tramo de Inversión se ha aplica un modelo interno de cálculo del VaR crediticio con base en la metodología de Basilea II.

### 5.1.1. Composición de activos por calificación de riesgo crediticio

Durante la gestión 2015 se mantuvo una adecuada calidad crediticia de las inversiones, en concordancia con lo establecido en el Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales.

Con relación a la gestión 2014, las inversiones AAA se incrementaron en seis puntos porcentuales, mientras que las inversiones AA y A se redujeron en tres puntos porcentuales respectivamente, debido a mayores inversiones en deuda soberana de largo plazo en gobiernos y agencias europeas en los portafolios 0-3 años (interno) y 0-5 años.

**Gráfico N° 72**  
**Total Reservas Internacionales**  
**Composición por calificación crediticia**



En la gestión 2015, las siguientes entidades financieras, agencias y país, en las cuales el BCB tenía inversiones, experimentaron una disminución de su calificación de riesgo crediticio, según la agencia calificadora de riesgo Fitch, de acuerdo al siguiente detalle:

**Cuadro N°10**  
**Disminución de calificación crediticia de las contrapartes de inversión**

Entidad /País	País	Calificación de Largo Plazo		Fecha de último cambio
		DE	A	
<b>Bancos</b>				
NongHyup Bank	Corea del Sur	A	A-	09-ene-15
ABN AMRO Bank NV	Holanda	A+	A	19-May-15
Deutsche Bank AG	Alemania	A+	A-	8-Dec-15
ING Bank NV	Holanda	A+	A	19-May-15
Standard Chartered Bank	Reino Unido	AA-	A+	5-Nov-15
<b>Agencias</b>				
Bank Nederlandse Gemeenten (BNG)	Holanda	AAA	AA-	19-May-15
Japan Bank for International Cooperation (JBIC)	Japón	AA-	A+	17-Sep-15
Japan Finance Organization for Municipalities	Japón	AA-	A+	17-Sep-15
<b>Países</b>				
Japón		A+	A	27-Apr-15

Al 31 de diciembre de 2015 no se tienen inversiones con NongHyup Bank (NHB) y Deutsche Bank AG, que son las únicas entidades financieras que redujeron su calificación por debajo de lo establecido en el Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales.

Por otra parte, en el 2015 se reportaron incrementos de calificación crediticia de 2 contrapartes bancarias y una agencia:



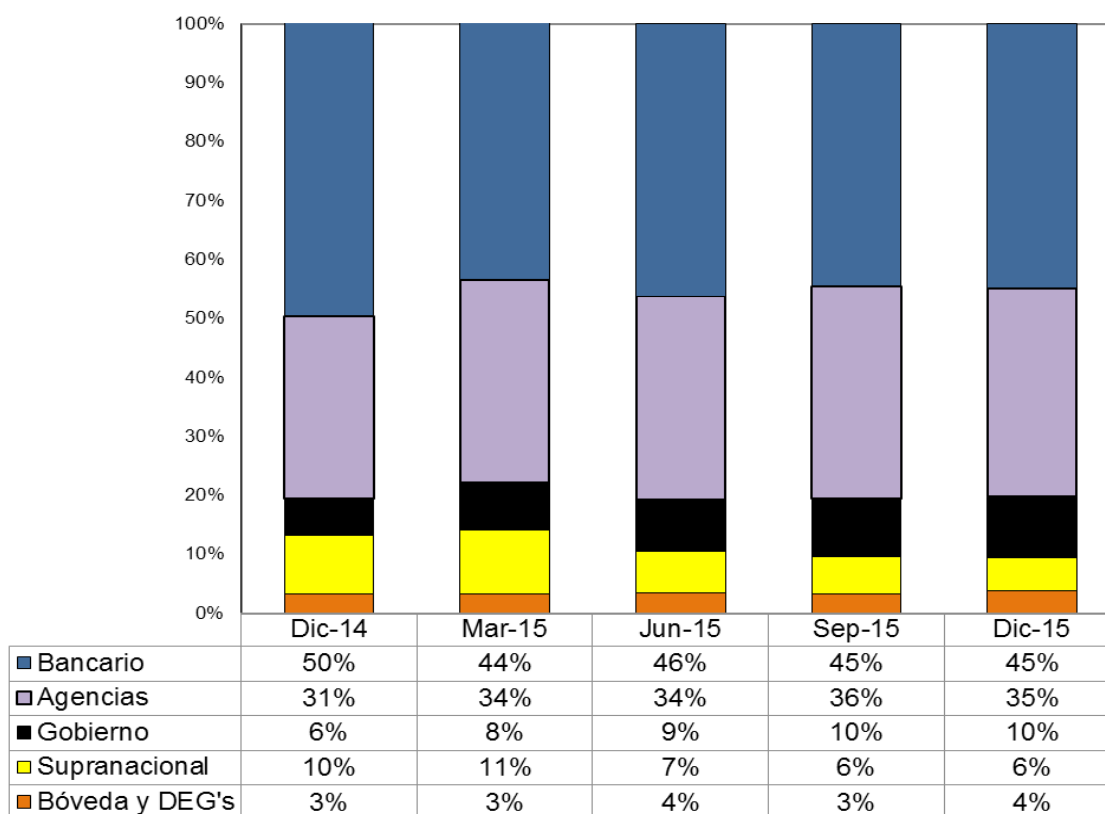
**Cuadro N°11**  
Incremento de calificación crediticia de las contrapartes de inversión

Entidad /País	País	Calificación de Largo Plazo		Fecha de último cambio
		DE	A	
<b>Bancos</b>				
Bank of America NA	USA	A	A+	19-May-15
JPMorgan Chase Bank, NA	USA	A+	AA-	19-May-15
<b>Agencias</b>				
Nederlandse Waterschapsbank N.V.	Holanda	AA+	AAA	24-Nov-15

### 5.1.2. Composición por sector

Con relación a la gestión anterior, en 2015 las inversiones en instituciones bancarias y entidades supranacionales disminuyeron en 5 y 4 puntos porcentuales respectivamente; en tanto que las inversiones en agencias soberanas se incrementaron en 4 puntos porcentuales al igual que las inversiones en emisiones de gobierno (Gráfico N° 73), reduciendo de esta manera el riesgo crediticio.

**Gráfico N° 73**  
Composición del total de Reservas Internacionales por sector de inversión

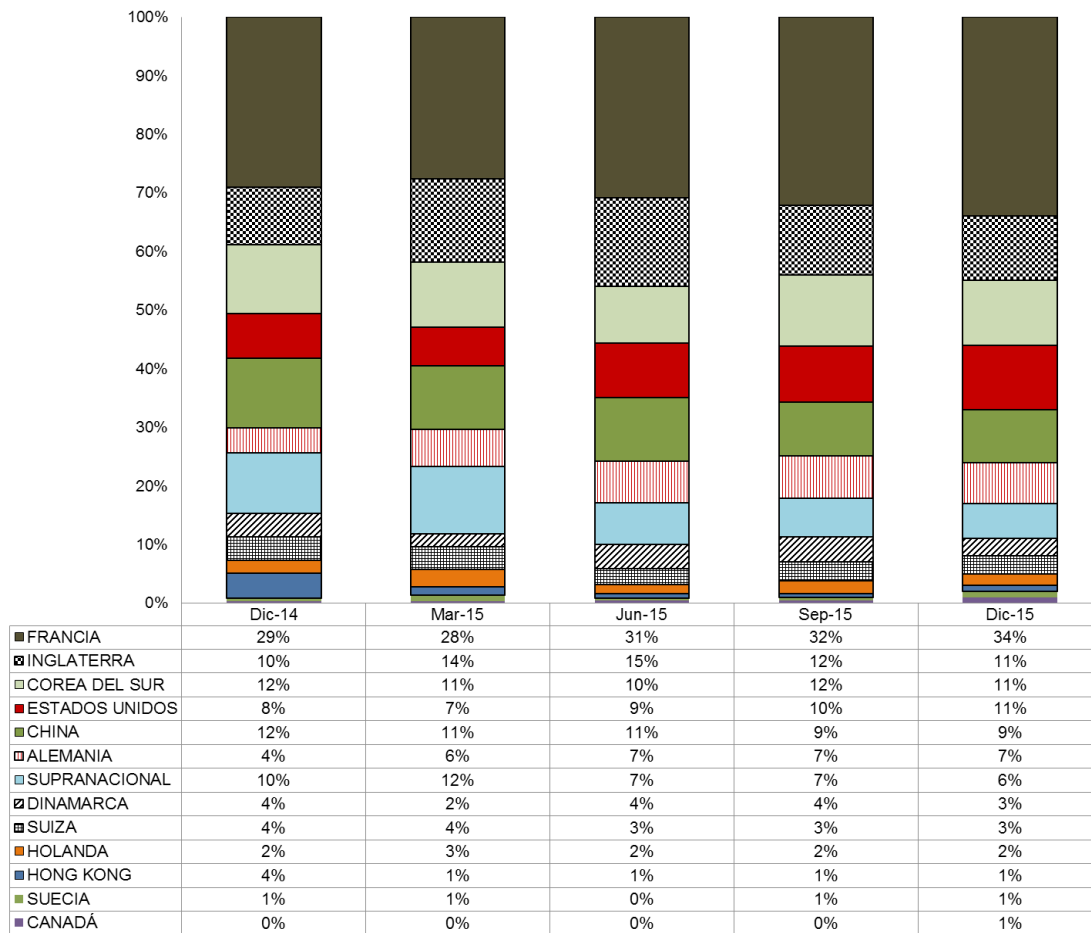


Dentro de cada sector se mantuvieron niveles adecuados de diversificación. A diciembre de 2015, la exposición por banco no superó el 5% y las inversiones por agencia y por entidad supranacional no superaron el 15% de las reservas monetarias internacionales.

### 5.1.3. Composición por país

Al 31 de diciembre de 2015, el 34% de las Reservas Internacionales se encuentran invertidas en Francia, el 11% en Inglaterra y el 11% en Corea del Sur. Durante la gestión se incrementaron las inversiones en Francia, Estados Unidos, Alemania e Inglaterra como se presenta en el Gráfico N° 74.

**Gráfico N° 74**  
**Composición del total de Reservas Internacionales por país (\*)**



(\*) No incluye Bóveda y DEG's

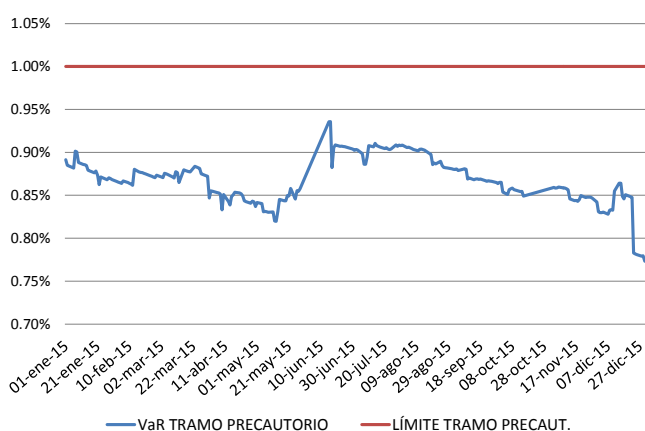
#### 5.1.4. VaR crediticio

Con la finalidad de medir la exposición crediticia global, se desarrolló una metodología con base en los lineamientos de Basilea II, que permite medir la máxima pérdida esperada por un evento de riesgo crediticio (default) con un nivel de confianza de 99,9%, para los Tramos Precautorio y de Inversión.

Medido por el VaR crediticio, el Tramo Precautorio presentó una tendencia decreciente del riesgo de crédito debido a las menores inversiones en el sector bancario en el Portafolio Liquidez.

Al 31 de diciembre de 2015 la pérdida estimada por un evento de riesgo crediticio asciende a 0.77% del Tramo Precautorio, equivalente a USD 62,7 millones explicado principalmente por la exposición en entidades con calificación "A" (Cuadro N° 12), que en su mayoría corresponden a entidades bancarias. Durante la gestión, esta exposición se ha mantenido por debajo del límite de 1% del Tramo Precautorio establecido por el Directorio del BCB (Gráfico N° 75)

**Gráfico N° 75**  
**VaR crediticio Tramo Precautorio**

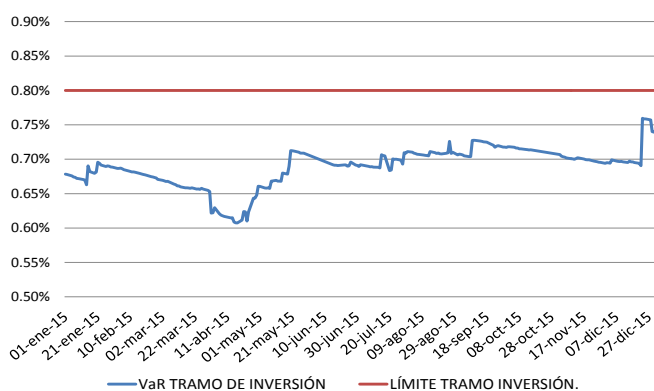


**Cuadro N°12**  
**VaR crediticio Tramo Precautorio**

	VaR crediticio (En millones de USD)	% / Tramo Precautorio
AAA	1,4	0,14%
AA+	1,6	0,73%
AA	8,6	0,63%
AA-	6,8	0,52%
A+	12,4	0,94%
A	29,5	1,21%
A-	2,5	1,10%
<b>Total general</b>	<b>62,7</b>	<b>0,77%</b>

En lo que respecta al Tramo de Inversión, a fines de diciembre de 2015 se transfirieron USD 1.000 millones del Tramo de Inversión al Tramo Precautorio correspondientes a los portafolios de 0–3 años. Debido a esta transferencia, el riesgo crediticio agregado del Tramo de Inversión se incrementó de 0.69% a 0.74% del total del Tramo al 31 de diciembre de 2015, este riesgo es equivalente a USD 25,6 millones.

**Gráfico N° 76**  
**VaR crediticio Tramo de Inversión**



**Cuadro N° 13**  
**VaR crediticio Tramo Inversión**

	VaR crediticio (En millones de USD)	% / Tramo Inversión
AAA	2,7	0,33%
AA+	1,2	0,76%
AA	2,8	0,66%
AA-	6,4	0,77%
A+	4,0	1,61%
A	8,4	1,15%
<b>Total general</b>	<b>25,6</b>	<b>0,74%</b>

## 5.2. Riesgo de mercado

El riesgo de mercado de un portafolio es el riesgo de experimentar una pérdida financiera como resultado de la variación de los precios de mercado de los activos que componen dicho portafolio.

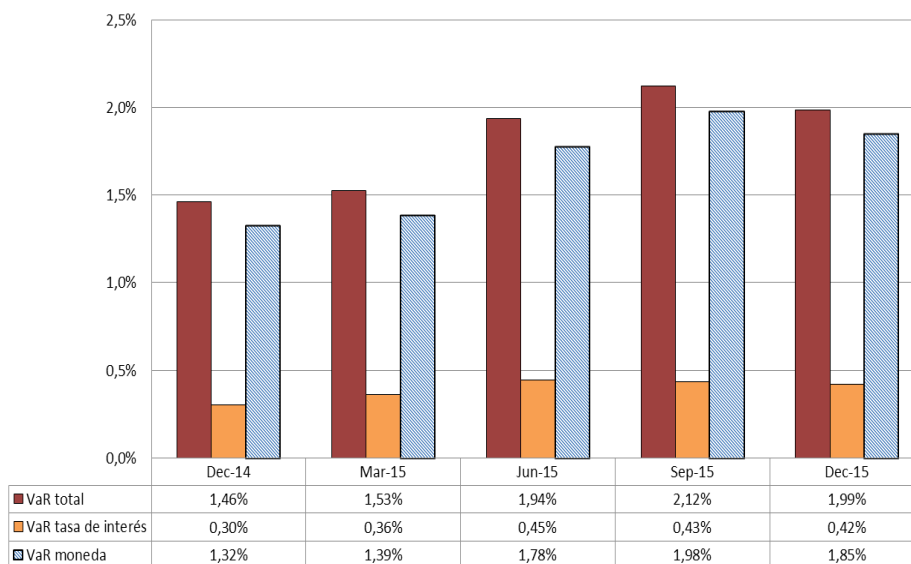
Para medir el riesgo de mercado total de las reservas y de cada uno de sus componentes principales, el BCB utiliza el Valor en Riesgo (Value at Risk o VaR) y la duración, para monitorear la sensibilidad de los precios de los títulos ante movimientos de las tasas de interés.

### 5.2.1. Valor en Riesgo

El Valor en Riesgo (VaR) es una medida de la pérdida esperada de un portafolio para un determinado horizonte de tiempo y a un nivel de confianza dado. El VaR se calcula de forma diaria para los portafolios de administración activa (Portafolios de 0-3 años), el horizonte de tiempo es 1 día y el nivel de confianza es 95%.

En el Gráfico N° 77 se presenta el Valor en Riesgo (VaR) anualizado para el total de las reservas monetarias internacionales en términos porcentuales, desglosando el VaR en las variaciones de las tasas de interés y de las cotizaciones de las monedas a fin de cada trimestre de la gestión 2015.

**Gráfico N°77**  
**Valor en Riesgo de las Reservas Monetarias Internacionales**



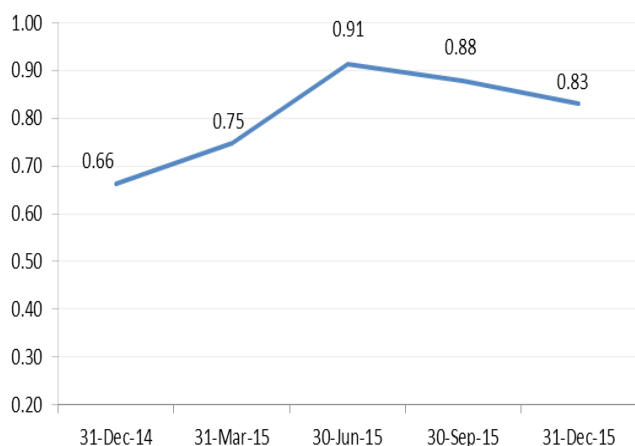
Hasta septiembre de 2015, se observa un leve incremento en el VaR total de las Reservas Monetarias debido a la mayor volatilidad, tanto de las tasas de interés como de las monedas que componen las reservas. En el cuarto trimestre de 2015, con la disminución de la exposición en EUR y el incremento de las inversiones en dólares americanos y Renminbis, el VaR total anualizado disminuyó a 1.99%.

### 5.2.2. Duración

A diciembre de 2015, la duración de las reservas internacionales alcanzó a 0,83 años, equivalente a 10 meses. Con relación a la gestión anterior, la duración se incrementó debido a las inversiones con mayores plazos de inversión en los portafolios 0-3 años y 0-5 años; sin embargo, la duración disminuyó en el último trimestre debido a la perspectiva de subida de la tasa de interés referencial de Estados Unidos, esta reducción se logró con la inversión en futuros de tasas de interés y en instrumentos de menor plazo.

La duración como promedio del vencimiento (10 meses) de las inversiones refleja la mayor exposición en el corto plazo (menor a 1 año). Como medida de sensibilidad refleja un riesgo acotado en un escenario adverso de incremento en las tasas de interés (Gráfico N° 78).

**Gráfico N° 78**  
**Duración de las Reservas Internacionales**



**Cuadro N°14**  
**Duración por portafolio**

Portafolio	Duración al 31/12/15
Liquidez	0,39
0-3 años interno	1,70
0-3 años externo	1,63
0-5 años	2,15
TIPS	5,17
Global-Euro	0,79
Global-Dólar australiano	0,44
Global-Dólar canadiense	0,46
Global-Renmimbi	1,56
Oro	0,37

Los portafolios con mayor riesgo de tasa de interés son los portafolios 0-3 años interno y externo, el portafolio de títulos del tesoro americano indexados a la inflación (TIPS) y Global-Renmimbi (Cuadro N° 14). Sin embargo, estos portafolios representan solamente el 16% en el total de las Reservas Internacionales en tanto que el Portafolio de Liquidez con una duración de 0.39 tiene una participación de 51.7% sobre el Total de las Reservas Internacionales.

### 5.2.3. Riesgo operacional

El riesgo operacional se define como el riesgo de generar pérdidas (directas o indirectas) como resultado de procesos inadecuados internos, fallas de los sistemas, errores humanos o de eventos externos.

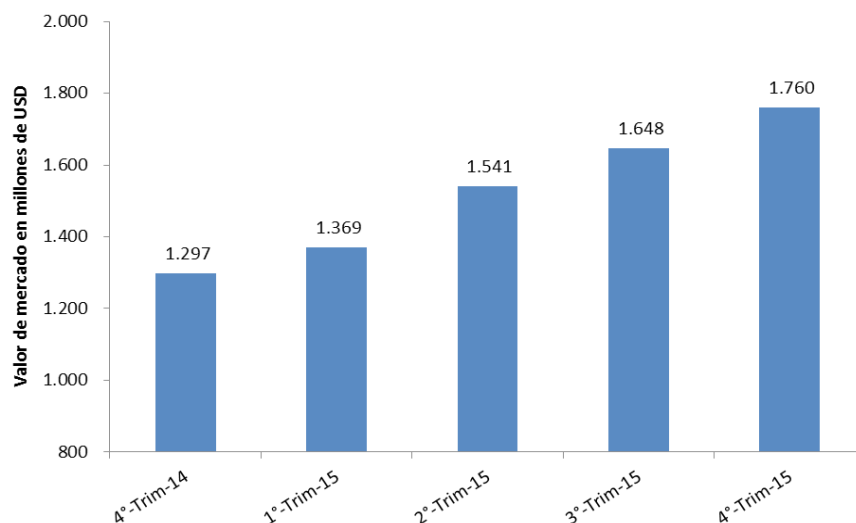
En la gestión 2015 se han fortalecido los planes de contingencia, la automatización de las operaciones y la actualización de los procedimientos de liquidación, confirmación de las operaciones y del monitoreo de los riesgos crediticio y de mercado, incluyendo operaciones nuevas como los futuros de tasas de interés.

## 6. Administración de fondos de terceros

### 6.1. Portafolio RAL - ME

El Portafolio RAL-ME, administrado por Amundi Asset Management (Francia) y Allianz Global Investors (Alemania), alcanzó un valor de mercado de USD 1.760 millones, un incremento de USD 463 millones en la gestión, por el incremento de la tasa de encaje legal en moneda extranjera así como por las ganancias de las inversiones (Gráfico N° 79).

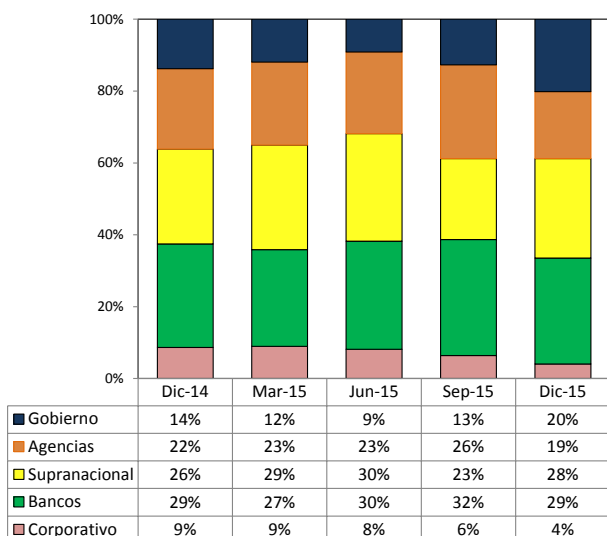
Gráfico N° 79  
Evolución del valor de mercado del Portafolio RAL ME  
(En millones de USD)



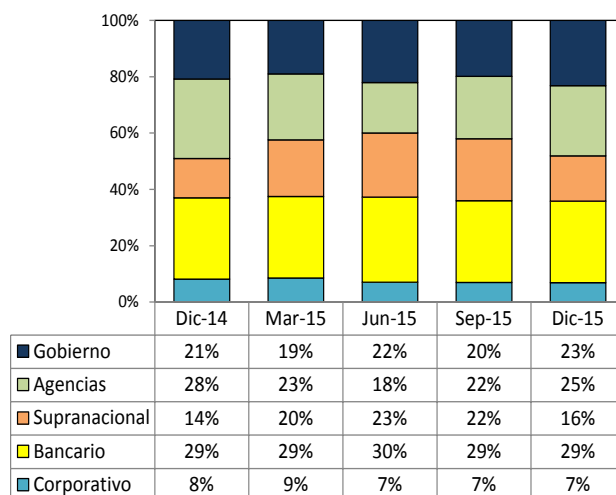
En el año 2015, el Administrador Delegado Amundi, incrementó sus posiciones en títulos de gobierno y supranacionales de 14% a 20% y de 26% a 28%, respectivamente; asimismo redujo su exposición en agencias de 22% a 19% y corporativo de 9% a 4% (Gráfico N° 80).

El Administrador Delegado Allianz tuvo una estrategia similar, reduciendo su posición en títulos de agencias y en el sector corporativo (Gráfico N° 81).

**Gráfico N° 80**  
**Estructura por sector - RAL-Amundi**

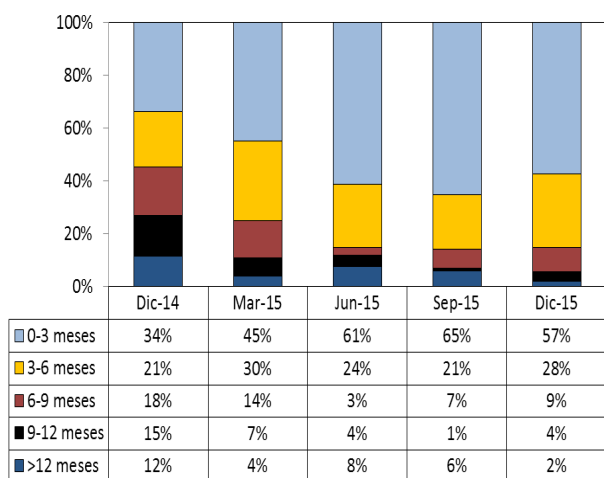


**Gráfico N° 81**  
**Estructura por sector - RAL-Allianz**

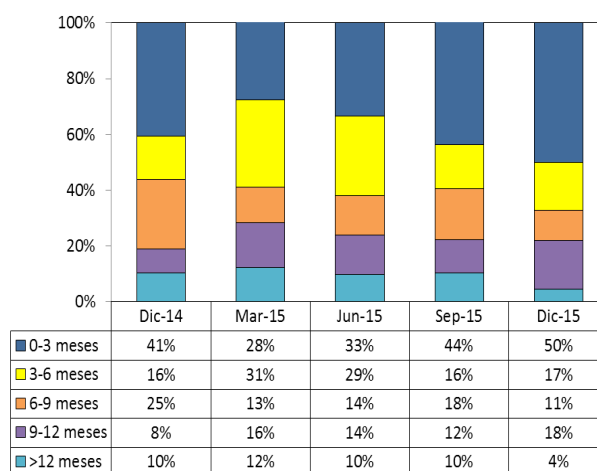


En relación a los plazos de inversión, Amundi acortó el plazo de sus inversiones, incrementando las inversiones en los plazos hasta 6 meses (Gráfico N° 82). Allianz adicionalmente, incrementó las inversiones en el tramo de 9 – 12 meses (Gráfico N° 83).

**Gráfico N° 82**  
**Estructura por plazo - RAL-Amundi**



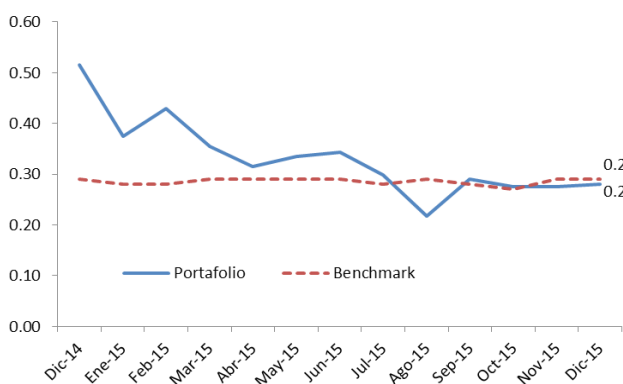
**Gráfico N° 83**  
**Estructura por plazo - RAL-Allianz**



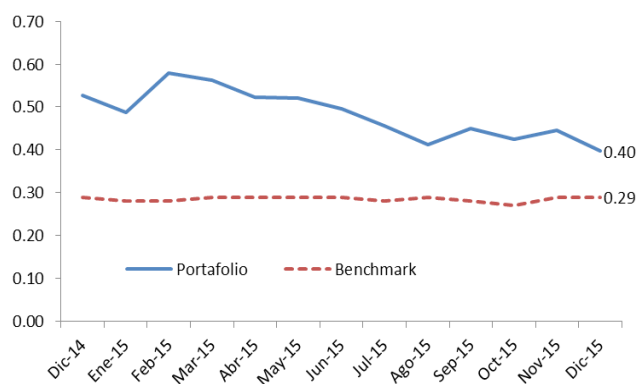
Amundi mantuvo una duración mayor a la del comparador referencial en la primera mitad del año frente a expectativas de subidas de tasas del FED. Posteriormente la redujo y terminó la gestión con una duración casi igual a la del comparador referencial.

Allianz tuvo una duración superior a la del comparador referencial durante toda la gestión, una estrategia que pretende generar excesos de retornos en escenarios de curvas con un empinamiento importante, esperando que las inversiones de mayor plazo obtengan mayores retornos.

**Gráfico N° 84**  
**Duración Ral-Amundi y benchmark**

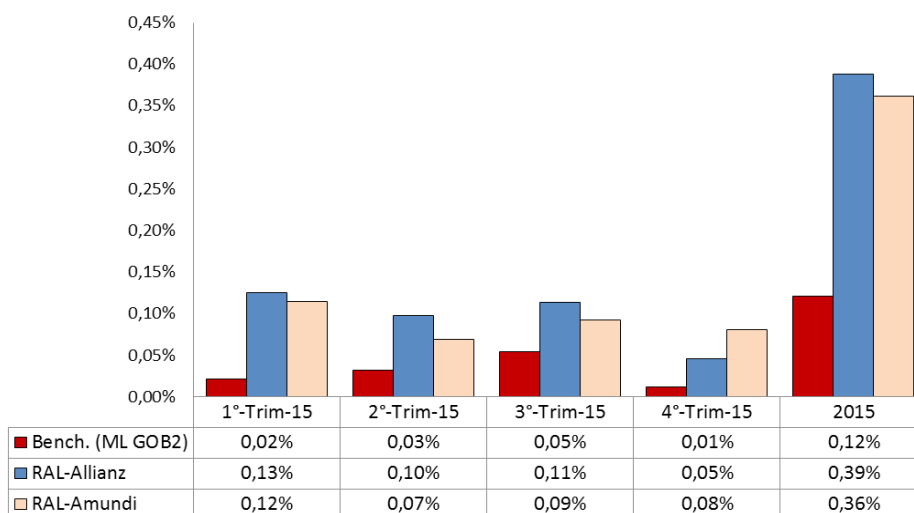


**Gráfico N° 85**  
**Duración Ral-Allianz y benchmark**



Durante la gestión, Amundi obtuvo un retorno de 0,36%, 24 p.b. por encima del benchmark, generando ingresos por USD 2,7 millones; mientras que Allianz obtuvo un rendimiento de 0,39%, 27 p.b. por encima del benchmark con un ingreso de USD 2,9 millones (Gráfico N° 86).

**Gráfico N° 86**  
**Rendimiento del Fondo RAL-ME por Administrador Delegado**



## 6.2. Portafolio FINPRO

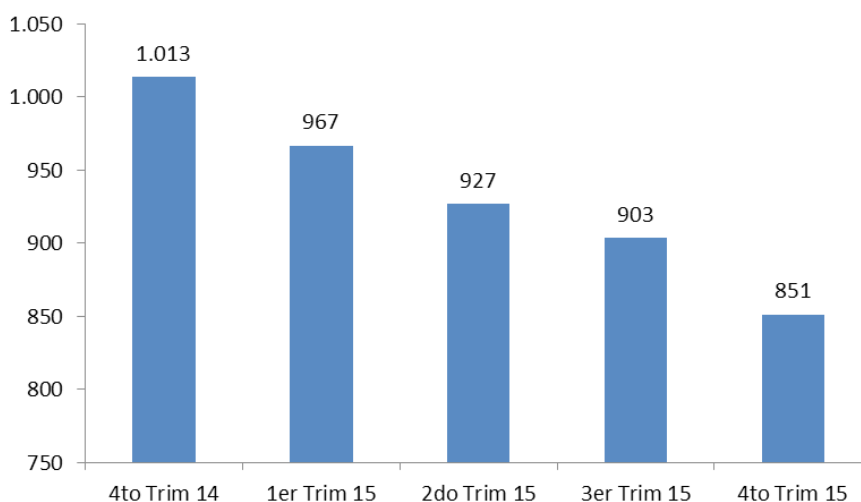
De acuerdo a la Ley 232 de fecha 9 de abril de 2012, se aprobó la creación del Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO) y se definieron los mecanismos de financiamiento y asignación de sus recursos a través del Decreto Supremo N° 1367 del 3 de octubre de 2012, estableciéndose una transferencia 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 2015, el valor de mercado del portafolio FINPRO se redujo en USD 162 millones, por los desembolsos realizados durante el periodo, alcanzando un valor de mercado de USD 851 millones (Gráfico N° 87).



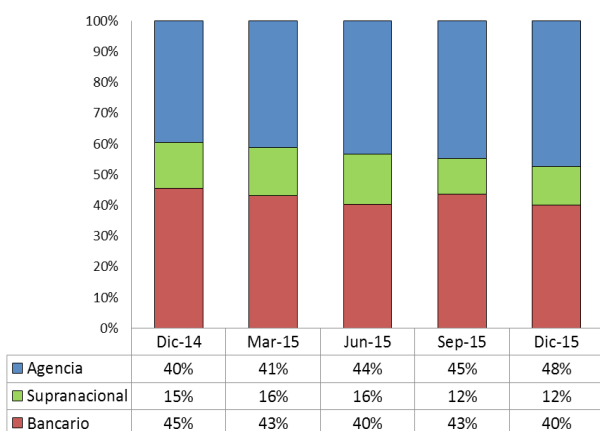
**Gráfico N° 87**  
**Evolución del portafolio FINPRO**  
**(En millones de USD)**



La principal estrategia de inversión del portafolio fue la de mantener una exposición importante a emisiones de spread, como agencias, bancarios y supranacionales, a fin de aprovechar las mayores tasas de rendimiento de este sector. Al finalizar la gestión, la composición del portafolio fue de 48% en el sector de agencia, 40% en bancario y 12% en instituciones supranacionales (Gráfico N° 88).

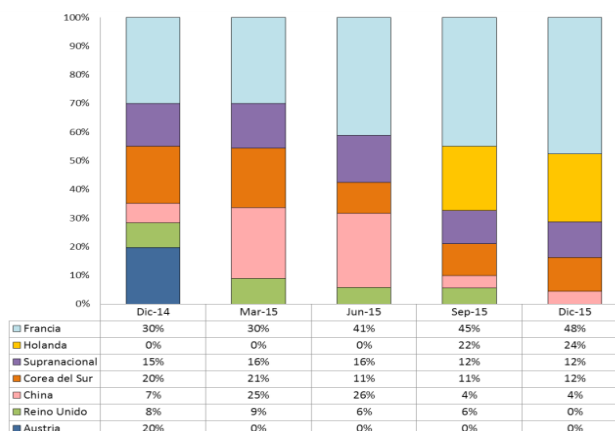
Respecto a la composición por país, las inversiones del portafolio están diversificadas en 4 países y una entidad supranacional, mostrando un incremento en las inversiones en Francia y Holanda y reducciones en los demás países debido a los niveles competitivos de tasas de interés y la alta calidad crediticia de los emisores de esos países (Gráfico N° 89).

**Gráfico N° 88**  
**Estructura del Portafolio por Sector**



**Gráfico N° 89**

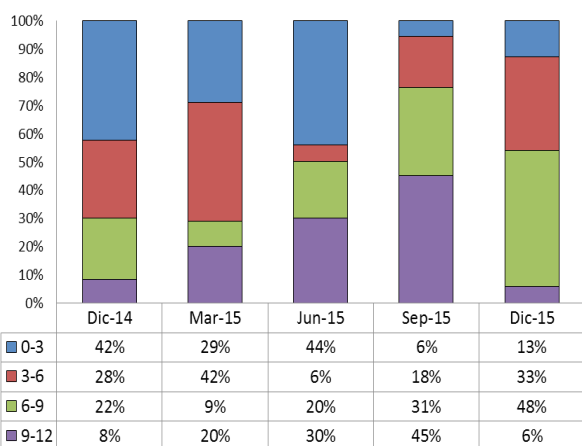
**Estructura del Portafolio por País y Supranacional**



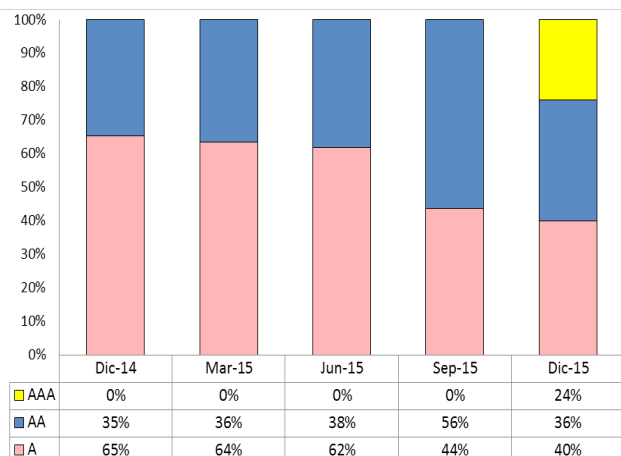
La estructura por plazo muestra una mayor concentración en los tramos de 6 hasta 12 meses en relación a la gestión anterior, debido a las ventas de títulos cortos para atender a los requerimientos de fondos que incrementan la participación de los tramos largos (Gráfico N° 90).

Se incrementó la exposición a emisiones AA y AAA, mejorando la calidad crediticia del portafolio en relación a la gestión anterior, 24% del portafolio se encuentra expuesto a emisiones AAA, 36% a emisiones AA y el restante 40% a emisiones A (Gráfico N° 91).

**Gráfico N° 90**  
**Estructura por plazo**



**Gráfico N° 91**  
**Estructura por calificación crediticia**



Durante la gestión 2015, el portafolio generó un retorno de 0,69% y un ingreso de USD 6,5 millones (Cuadro N° 15).

**Cuadro N° 15**  
**Rendimiento del Portafolio FINPRO**

	1er. Trimestre 2015	2do. Trimestre 2015	3er. Trimestre 2015	4to. Trimestre 2015	Gestión 2015
Rendimiento	0,16%	0,20%	0,17%	0,17%	0,69%
Ingresos (En millones USD)	1,6	1,9	1,5	1,5	6,5

### 6.3. Fondo de Protección al Ahorrista (FPAH)

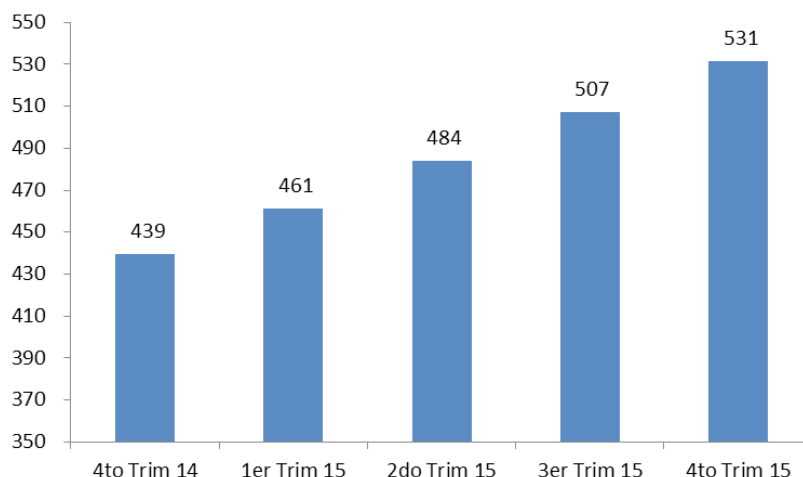
De acuerdo a Ley 393 de Servicios Financieros del 21 de agosto de 2013 en su capítulo IV establece la creación del Fondo de Protección al Ahorrista (FPAH), que se constituye a través de la transferencia de recursos del ex Fondo de Reestructuración Financiera.

Este fondo tiene por objeto a) Apoyar los procedimientos de solución de las entidades de intermediación financiera intervenidas por la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - ASFI, b) Constituir y operar un seguro para los depósitos que las personas naturales y jurídicas mantengan en las entidades de intermediación financiera que sean intervenidas o sometidas a liquidación forzosa judicial, de acuerdo a los alcances establecidos en la Ley 393.

Este fondo está constituido por aportes de entidades de intermediación financiera autorizadas por la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero y se delegó al Banco Central de Bolivia (BCB) su administración.

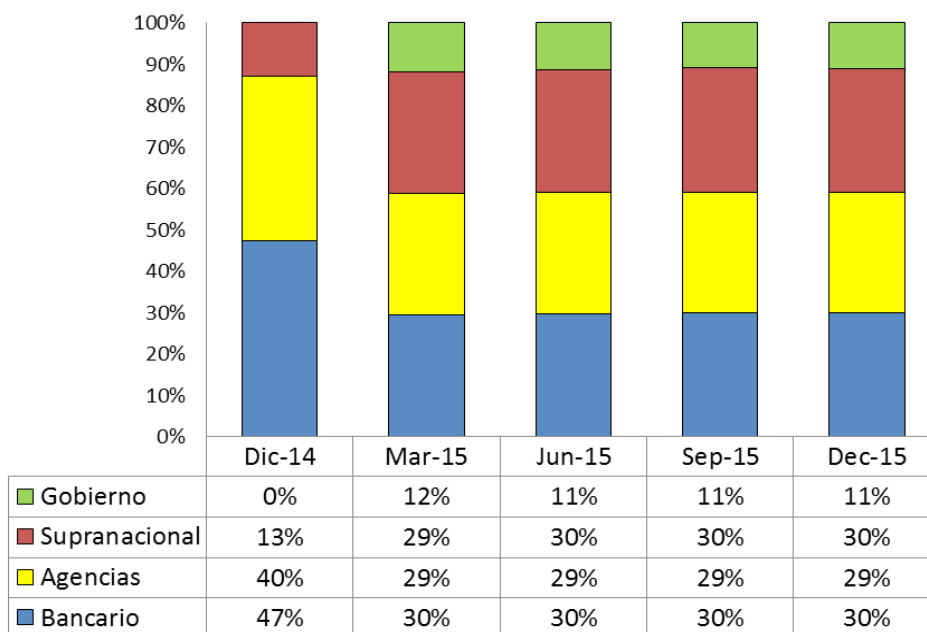
Durante la gestión 2015, el valor de mercado del Portafolio FPAH se incrementó en USD 92 millones con respecto al 31 de diciembre de 2014, pasando de USD 439 millones a USD 531 millones, por los aportes trimestrales de las entidades financieras y los ingresos generados por las inversiones (Gráfico N° 92).

**Gráfico N° 92**  
**Evolución del valor del portafolio**  
**(En millones de USD)**



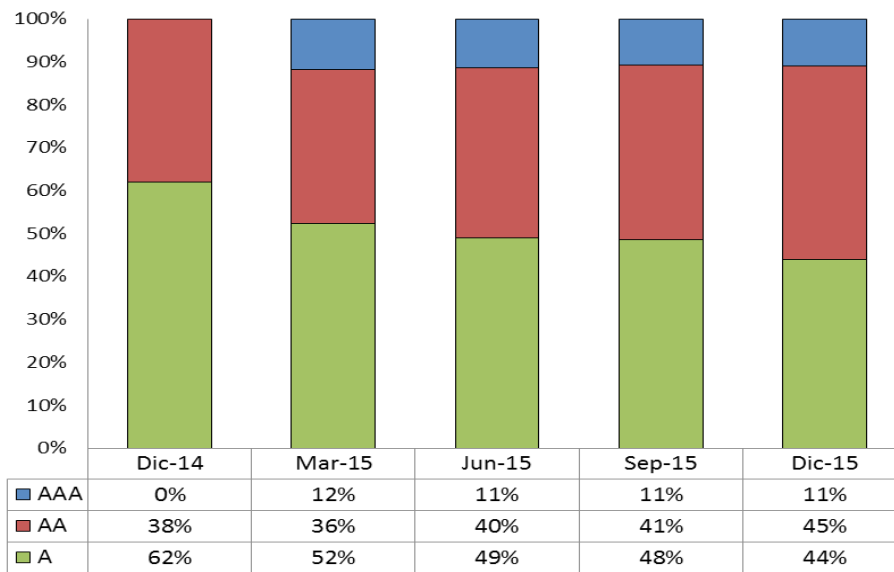
La estrategia principal de inversión de este portafolio es la inversión en instrumentos de spread a lo largo de la curva hasta 12 meses plazo, aprovechando los niveles atractivos de estas emisiones durante la gestión, teniendo al 31 de diciembre de 2015 una exposición de 30% en emisiones bancarios, 30% en supranacionales, 29% en agencias de gobierno y 11% en emisiones de gobierno, una estructura más conservadora respecto a la gestión anterior por la disminución de las inversiones en el sector bancario (Gráfico N° 93).

**Gráfico N° 93**  
**Estructura por sector**



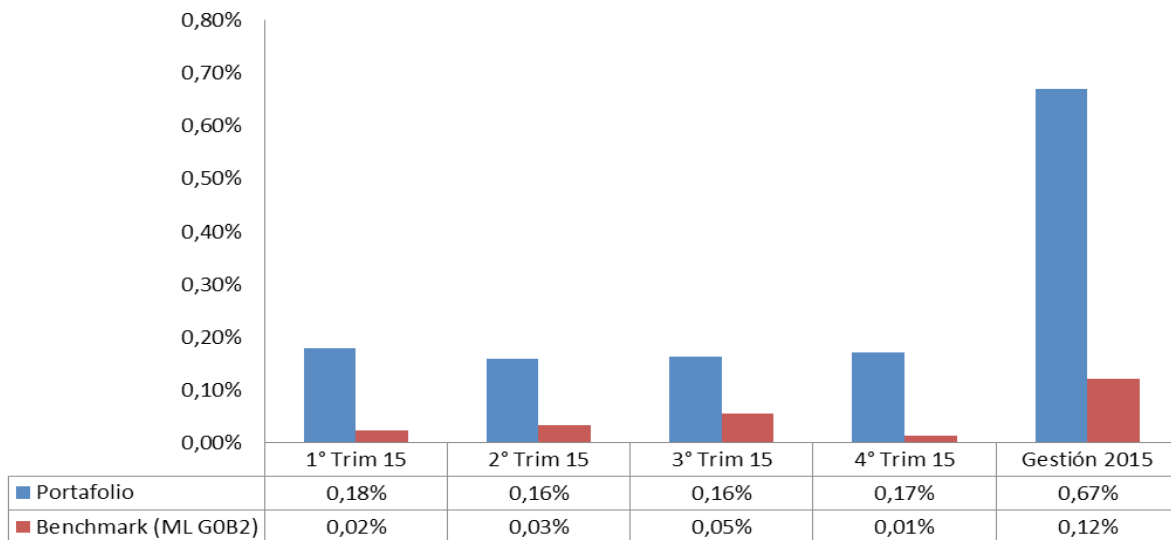
Las inversiones en el portafolio se efectuaron en países y contrapartes autorizados con una alta calidad crediticia. La exposición del portafolio a contrapartes con calificación AAA es de 11%, con calificación AA de 45% y el 44% está expuesto a emisiones con calificación A, una estructura con menor riesgo de crédito en relación a la gestión anterior dada la disminución de la exposición al sector bancario principalmente (Gráfico N° 94).

**Gráfico N° 94**  
**Exposición por calificación crediticia FPAH**



El rendimiento del portafolio en el año 2015 alcanzó a 0,67%, 55 p.b. por encima de su comparador referencial, generando un ingreso de USD 3,3 millones (Gráfico N° 95).

**Gráfico N° 95**  
**Rendimiento del portafolio y benchmark (ML G0B2)**

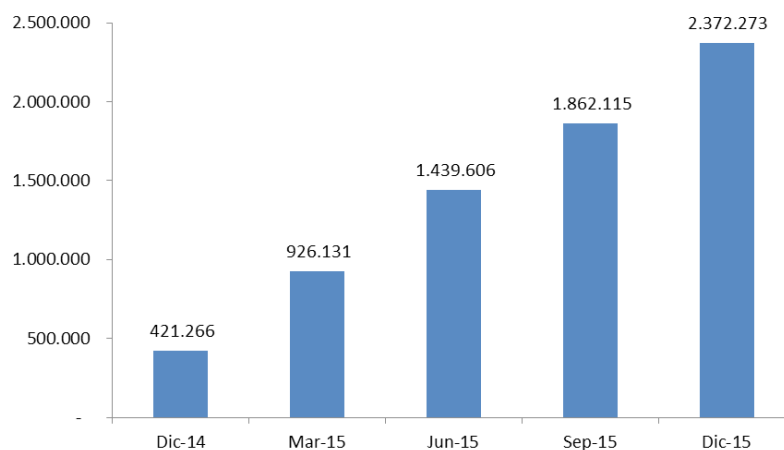


#### 6.4. Portafolio Fondo de Protección al Asegurado (FPA)

La Ley 365 de Seguro de fianzas para entidades y empresas públicas y Fondo de Protección del Asegurado del 23 de abril de 2013, establece en su artículo 9° la creación del Fondo de Protección del Asegurado (FPA) y delega al Banco Central de Bolivia (BCB) su administración, habiéndose realizado las primeras inversiones el 17 de octubre de 2014.

Durante el 2015, el valor del portafolio se incrementó de USD 421.266 a USD 2.372.273, un incremento de USD 1.951.007, debido a seis aportes realizados en la gestión y los ingresos generados por las inversiones en el período (Gráfico N°96).

**Gráfico N° 96**  
**Valor de mercado del portafolio**  
**(En USD)**



Estos fondos fueron invertidos en tres depósitos a plazo en entidades bancarias y una entidad supranacional de elevada calidad crediticia a plazos de 6 y 12 meses (Cuadro N°16).

**Cuadro N° 16**  
**Cartera de inversiones del portafolio**

Emisor	Fecha de constitución	Fecha de vencimiento	Valor de mercado (En USD)
CAF	15-Jul-15	12-Ene-16	917.290
Credit Agricole	22-Jul-15	19-Ene-16	421.058
Barclays	17-Abr-15	15-Abr-16	523.205
BNP Paribas	19-Oct-15	15-Abr-16	500.507
Efectivo			10.213
<b>Total</b>			<b>2.372.273</b>

El rendimiento del portafolio desde el inicio de la gestión alcanza 0,49%, generando un ingreso de USD 7.902 en el año.

**Cuadro N° 17**  
**Rendimiento del portafolio**

	1° Trimestre 2015	2° Trimestre 2015	3° Trimestre 2015	4° Trimestre 2015	Gestión 2015
<i>Rendimiento</i>	0,09%	0,13%	0,13%	0,13%	0,49%
<i>Ingresos (en USD)</i>	781	1.822	2.339	2.960	7.902
Benchmark (LIBID 6M)	0,05%	0,06%	0,08%	0,10%	0,29%

## 7. Perspectivas para el 2016

Para la gestión 2016, se espera un crecimiento global débil, alcanzando un crecimiento anual de 2,9%, con Estados Unidos manteniendo su recuperación y en menor medida la Zona Euro, y por otro lado China continuando con una desaceleración.

Los niveles de inflación se mantendrían bajos e incluso con presiones deflacionarias, debido a la disminución de la demanda global y la persistencia de precios bajos del petróleo dada la sobreoferta mundial.

En este escenario, se prevé que la divergencia de políticas monetarias entre Estados Unidos y el resto del mundo se mantenga. El mercado espera hasta 75 p.b. de incremento en la tasa de referencia de Estados Unidos durante el 2016, mientras la Zona Euro mantendría sus actuales niveles y China continuaría con políticas monetarias expansivas.

En este contexto internacional se espera que las reservas internacionales del país continúen disminuyendo, debido a una balanza comercial deficitaria, con menores ingresos recibidos por las exportaciones de gas y niveles similares de las importaciones. A pesar de esto, el nivel de las reservas internacionales respecto al Producto Interno Bruto (PIB) continuará siendo el más alto de Latinoamérica, constituyéndose en un importante respaldo para el adecuado desenvolvimiento de la economía del país.

El BCB continuará invirtiendo las reservas internacionales bajo lineamientos de inversión prudentes, priorizando los criterios de liquidez, seguridad y preservación de capital.

# 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 pago y transferencias de fondos al exterior. Está compuesto por inversiones de hasta 7 días, saldos en cuentas corrientes en el exterior y dólares estadounidenses en billetes.

## **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 con inversiones de corto plazo con el objetivo de atender los requerimientos de liquidez que no sean cubiertos por el Capital de Trabajo.

**Portafolios de Mediano plazo 0-3 años**

Portafolio con inversiones de corto y mediano plazo, con el objetivo de obtener un retorno cercano al del Portafolio Liquidez con un menor riesgo crediticio y una administración activa.

**Portafolios de Mediano Plazo 0-5 años**

Portafolio con inversiones hasta un plazo de 5 años, que tiene como objetivo 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.



**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 Global**

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

**Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO)**

Fondo creado a través de la Ley N° 232 del 9 de abril de 2012 con la finalidad de financiar la inversión de emprendimientos productivos del Estado que generan excedentes.

**Fondo de Protección al Ahorrista**

Fondo creado a través de la Ley N° 393 de Servicios Financieros del 21 de agosto de 2013, con el objeto de proteger los ahorros de las personas naturales y jurídicas depositados en las entidades de intermediación financiera.

**Fondo de Protección al Asegurado (FPA)**

Fondo creado a través de la Ley N° 365 de Seguro de finanzas para entidades y empresas públicas y Fondo de Protección del Asegurado del 23 de abril de 2013, con el objeto de apoyar financieramente operaciones de cesión de cartera directa y por pagar de entidades aseguradoras en proceso de intervención para su liquidación forzosa por la Autoridad de Fiscalización y Control de Pensiones y Seguros.

**Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos (Fondo RAL)**

Fondo de activos que tiene un componente en moneda nacional (RAL-MN), en Unidades de Fomento de Vivienda (RAL-UFV) y otro en moneda extranjera (RAL-ME), en el cual las entidades financieras participan para cada moneda, en proporción a su encaje constituido en títulos.

**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**

Comprenden los activos sobre el exterior bajo el control del banco central, de los cuales pueden disponerse de inmediato para financiar desequilibrios de balanza de pagos, para regular indirectamente la magnitud de dichos desequilibrios y para otros fines, como el de preservar la confianza, cumplir

disposiciones legales internas o ser utilizados como garantía de préstamos del exterior. Los activos de reserva comprenden el oro monetario, los derechos especiales de giro, los activos en divisas (moneda, depósitos y valores), etc.

***Reservas Internacionales Netas***

Son las reservas internacionales 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.

***Tramo de Inversión***

Tramo de las reservas internacionales con el objeto de diversificar la inversión de las reservas e incrementar su valor en un horizonte de largo plazo. Está constituido por los Portafolios: Mediano Plazo 0-5 años, Global( en las divisas autorizadas por el Directorio), TIPS ( Treasury Inflation Protected Securities) y las tenencias de Derechos Especiales de Giro.

***Tramo Precautorio***

Tramo de las reservas internacionales constituido por el Capital de Trabajo, el Portafolio de Liquidez y el Portafolio de 0-3 años, con el objeto de cubrir las necesidades de liquidez para atender los requerimientos de pagos internacionales y aquellos provenientes de eventos extraordinarios.

***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

<b>AUD</b>	Dólar australiano
<b>BCB</b>	Banco Central de Bolivia
<b>BCE</b>	Banco Central Europeo
<b>BIS</b>	Por sus siglas en inglés, Bank for International Settlement
<b>BL</b>	Black-Litterman
<b>CAD</b>	Dólar canadiense
<b>CADES</b>	Agencia francesa Caisse D’amortissement De La Dette Sociale
<b>CAF</b>	Corporación Andina de Fomento
<b>CDC</b>	Agencia francesa Caisse Des Depots Et Consignations
<b>CNH</b>	Código de la moneda de China para operaciones en los mercados financieros internacionales que no implican inversión en China Continental. Por ejemplo en Hong Kong, Londres, Singapur y otros.
<b>CNY</b>	Código de la moneda de China para operaciones en los mercados financieros internacionales que implican inversión en China Continental.
<b>CRI</b>	Comité de Reservas Internacionales
<b>DCI</b>	Departamento de Control de Inversiones
<b>DEG</b>	Derecho Especial de Giro
<b>EAA</b>	Estructura estratégica de activos
<b>EBO</b>	Empresa Boliviana del Oro
<b>EEUU</b>	Estados Unidos de Norteamérica
<b>EFSF</b>	Por sus siglas en inglés, Mecanismo de estabilidad financiera europea
<b>EUR</b>	Código del “euro” en los mercados financieros internacionales
<b>FED</b>	Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos de Norteamérica (Banco Central de EEUU)
<b>FIXBIS</b>	Título de renta fija negociable en el mercado secundario emitido por el BIS

---

<b>FINPRO</b>	Fondo para la Inversión Industrial Productiva
<b>FMI</b>	Fondo Monetario Internacional
<b>FMS</b>	Agencia alemana FMS Wertmanagement
<b>FPA</b>	Fondo de Protección al Asegurado
<b>FPAH</b>	Fondo de Protección al Ahorrista
<b>LIBOR</b>	London Interbank Offered Rate (Tasa interbancaria ofrecida en Londres)
<b>p.b.</b>	Puntos básicos
<b>PIB</b>	Producto Interno Bruto
<b>POM</b>	Portafolio optimo
<b>RAL-ME</b>	Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos en moneda extranjera
<b>RIN</b>	Reservas Internacionales Netas
<b>TIPS</b>	Treasury Inflation Protected Securities, títulos de renta fija indexados a la inflación.
<b>TBill</b>	Letras del tesoro
<b>UFV</b>	Unidad de fomento a la vivienda
<b>USD</b>	Dólares estadounidenses (por sus siglas en inglés United States Dollar)
<b>YPFB</b>	Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos