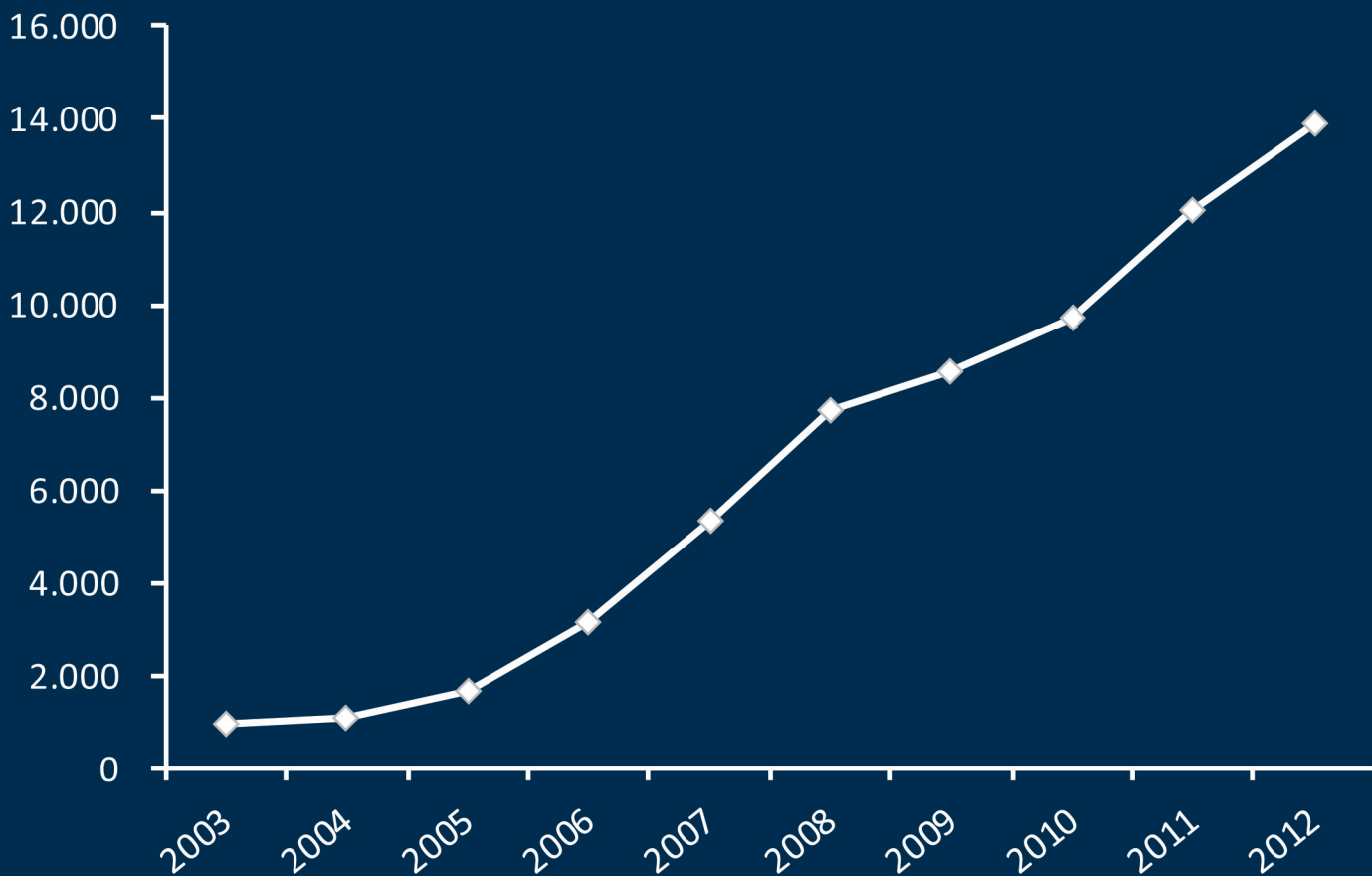


# ADMINISTRACIÓN *de las* RESERVAS INTERNACIONALES

---

GESTIÓN 2012



**Banco Central de Bolivia**



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

---

GESTIÓN 2012

**Banco Central de Bolivia**

Gerencia de Operaciones Internacionales



# Índice

1. RESUMEN EJECUTIVO.....	5
2. EVOLUCION DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DEL BCB.....	7
2.1 Evolución de las reservas internacionales.....	7
2.2 Variación de las Reservas Internacionales Netas.....	8
2.3 Flujodeingresosyegresosdelasreservasinternacionales.....	8
2.4 Ratios de las Reservas Internacionales.....	9
3. ESTRUCTURA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES.....	11
3.1 Estructura por Portafolios.....	11
3.2 Estructura por monedas.....	11
4. RESULTADOS DE LA INVERSION DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES.....	13
4.1 Ingresos y rendimientos en la inversión de las reservas internacionales.....	13
4.2 Rendimiento de las reservas y sus comparadores referenciales (benchmarks).....	14
5. GESTION DE LOS PORTAFOLIOS DEL BCB.....	15
5.1 Entorno Internacional.....	15
5.2 Capital de Trabajo.....	23
5.3 Capital de Inversión.....	24
5.3.1 Portafolio de Liquidez.....	25
5.3.2 Portafolio Euro.....	28
5.3.3 Portafolio Global.....	31
5.3.3.1 Inversiones en dólares australianos.....	31
5.3.3.2 Inversiones en dólares canadienses.....	33
5.3.3.3 Inversiones en renminbis chinos (CNH).....	36
5.3.4 Portafolio de TIPS.....	37
5.4 Portafolio de Oro.....	38
6. CUMPLIMIENTO DE NORMAS Y LÍMITES.....	43
7. GESTIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS.....	45
7.1 Riesgo crediticio.....	45
7.1.1 Composiciónporcalificaciónderiesgocrediticio.....	45
7.1.2 Cambios en calificación crediticia de las contrapartes del BCB.....	45
7.1.3 Composición por sector.....	46
7.1.4 Composición por país.....	47
7.2 Riesgo de mercado.....	52
7.3 Riesgo operativo.....	53
8. PORTAFOLIO RAL-ME.....	55
9. PERSPECTIVAS PARA LA GESTION 2013.....	59
GLOSARIO DE TÉRMINOS.....	61
ABREVIACIONES.....	65



# 1. Resumen Ejecutivo

Al 31 de diciembre de 2012, las Reservas Internacionales Netas (RIN) alcanzaron a USD 13.926,7 millones con un incremento de USD 1.908,2 millones respecto a la gestión anterior.

Los principales factores que contribuyeron al incremento de reservas fueron los ingresos recibidos por las exportaciones de gas, por desembolsos de créditos y por la emisión de bonos soberanos. Asimismo, tuvieron una contribución positiva la valoración de las reservas, por el incremento en el precio del oro y de las cotizaciones de las monedas y los ingresos por la inversión de las reservas.

En la gestión 2012 se continuó con la diversificación de las reservas internacionales en activos de mediano y largo plazos, efectuando inversiones en títulos protegidos contra la inflación (TIPs) con una participación de 3.7% del total de las reservas y en Renminbis chinos (CNH) con una participación de 1,9% sobre el total de las reservas.

Debido a las bajas tasas de interés por el exceso de liquidez en los mercados financieros internacionales y en un contexto de disminución del riesgo crediticio bancario, se incrementaron las inversiones en este sector y se extendieron moderadamente los plazos de inversión.

En la gestión 2012, el ingreso por la inversión de las reservas internacionales alcanzó a USD 134 millones con una tasa de rendimiento anual del 1,04%.

Los mercados financieros internacionales, durante la gestión 2012, estuvieron influenciados por los problemas fiscales de Grecia, Italia y España en la Zona Euro y por los indicadores económicos, los problemas fiscales y las elecciones presidenciales en Estados Unidos, por lo que se mantuvieron las políticas monetarias expansivas.

Para la gestión 2013, se espera que continúe el deterioro del crecimiento en los países de la Zona Euro y mejore de forma moderada el crecimiento en Estados Unidos y China, aunque con una continuidad en la política expansiva que mantendrá bajas las tasas de interés. En este escenario, el Banco Central de Bolivia continuará invirtiendo las reservas internacionales priorizando los criterios de seguridad, liquidez y diversificación.



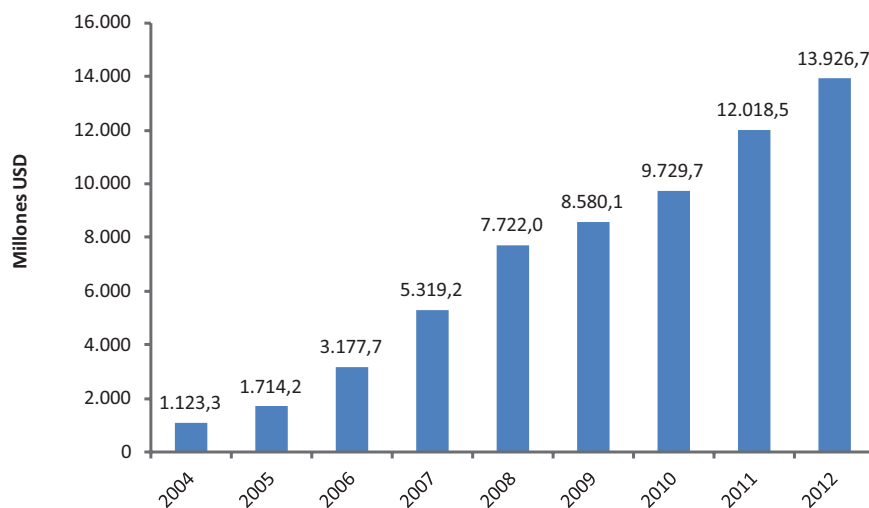


## 2. Evolucion de las Reservas Internacionales del BCB

### 2.1 Evolución de las reservas internacionales

Al 31 de diciembre de 2012, las Reservas Internacionales Netas (RIN) alcanzaron a USD 13.926,7 millones mostrando un crecimiento de 16% respecto al año anterior (Gráfico N° 1).

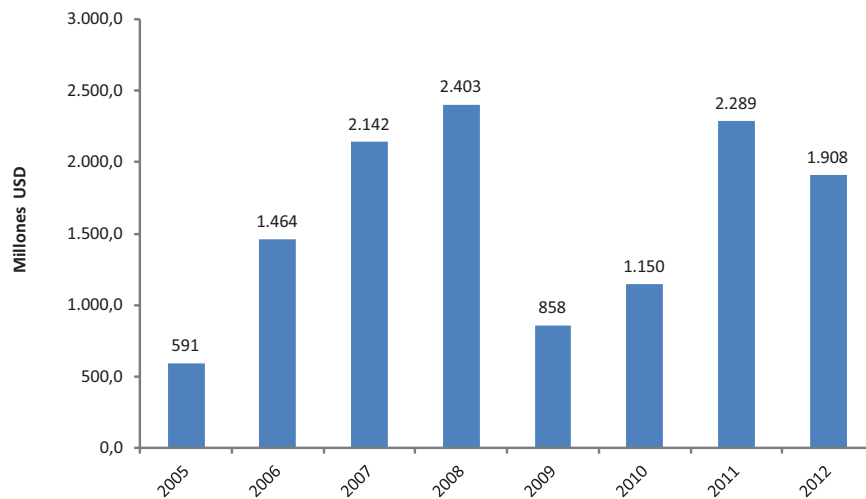
**Gráfico N° 1**  
**Evolución Anual de las Reservas Internacionales Netas**  
**2004-2011**



Fuente: BCB – Asesoría de Política Económica  
Elaboración: BCB – Gerencia de Operaciones Internacionales

Este incremento de las Reservas Internacionales alcanzó en términos absolutos a USD 1.908,2 millones, levemente por debajo de la gestión 2011 y el cuarto mayor incremento desde la gestión 2004 (Gráfico N° 2).

**Gráfico N° 2**  
**Variación Anual de las Reservas Internacionales 2004-2012**



Variación Porcentual Anual	53%	85%	67%	45%	11%	13%	24%	16%
----------------------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Fuente: BCB – Asesoría de Política Económica

Elaboración: BCB – Gerencia de Operaciones Internacionales

## 2.2 Variación de las Reservas Internacionales Netas

Las Reservas Internacionales Netas se incrementaron debido al flujo positivo de fondos de USD 2.541,8 millones, a la variación cambiaria positiva por USD 204,9 millones y a los ingresos obtenidos por la inversión de reservas internacionales de USD 134 millones, mientras que la disminución en bóveda por USD 972,5 millones contribuyó a disminuir este flujo, como se muestra en el siguiente cuadro.

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

	31-dic-10	31-dic-11	31-dic-12
RIN Fin de Periodo	9.729,7	12.018,5	13.926,7
Variación RIN		2.288,8	1.908,2
1. Flujo de Fondos		2.235,5	2.541,8
2. Variación Cambiaria (Oro, EUR, CAD, AUD, CNY, DEG)		40,1	204,9
3. Ingresos por Rendimientos BCB		79,6	134,0
4. Variación Bóveda		-66,4	-972,5

## 2.3 Flujo de ingresos y egresos de las reservas internacionales

En la gestión 2012, el flujo neto de Fondos alcanzó a USD 2.541,8 millones, como resultado de entradas por USD 5.137,0 millones y salidas por USD 2.595,2 millones.

Los principales rubros de entrada fueron los pagos por exportaciones de gas de YPFB por USD 3.198,3 millones, desembolsos de créditos externos por USD 560,4 millones, la emisión de Bonos Soberanos por USD 500 millones y las exportaciones del sector privado canalizadas a través del BCB por USD 340,5 millones.

En las salidas se destacan los pagos de YPFB por USD 1.099,9 millones, los gastos fiscales por USD 331,1 millones, el incremento al Fondo RAL por USD 312,5 millones, el pago del servicio de deuda externa a corto plazo (PDVSA) por USD 262,4 millones y pagos de deuda externa a mediano y largo plazo a la Corporación Andina de Fomento, Banco Interamericano de Desarrollo y otros acreedores por USD 251,4 millones (Cuadro N°2)

**Cuadro N° 2**  
**Flujo de Fondos**  
**(En millones de USD)**

	2011			2012		
	1er Sem.	2do Sem.	Total	1er Sem.	2do Sem.	Total
<b>Ingresos</b>	<b>1.496,1</b>	<b>2.285,3</b>	<b>3.781,4</b>	<b>1.919,0</b>	<b>3.218,0</b>	<b>5.137,0</b>
Exportaciones de YPFB	1.020,4	1.296,0	2.316,4	1.424,5	1.773,8	3.198,3
Desembolsos de créditos externos	133,3	338,5	471,8	164,6	395,8	560,4
Emisión Bonos Soberanos	0,0	0,0	0,0	0,0	500,0	500,0
Exportaciones del Sector Privado	68,0	221,6	289,6	91,3	249,2	340,5
Exportaciones de Empresa Metalúrgica Vinto	150,7	143,4	294,1	105,7	123,3	229,0
Embajadas y Organismos Internacionales	48,6	111,5	160,1	46,5	40,9	87,4
Otros (*)	75,1	174,3	249,4	86,4	135,0	221,4
<b>Egresos</b>	<b>599,5</b>	<b>946,4</b>	<b>1.545,9</b>	<b>1.168,1</b>	<b>1.427,1</b>	<b>2.595,2</b>
Pagos de YPFB	338,2	428,4	766,6	483,1	616,8	1.099,9
Gastos Fiscales	121,5	136,4	257,9	142,6	188,5	331,1
Transferencias del Fondo RAL M/E (Neto)	-247,0	-38,6	-285,6	167,2	145,3	312,5
Servicio de Deuda Externa Pagos PDVSA	233,1	240,5	473,6	171,1	91,3	262,4
Servicio de Deuda Externa Pagos M y LP	104,7	119,2	223,9	119,5	131,9	251,4
Otros (**)	49,0	60,5	109,5	84,6	253,3	337,9
<b>Entrada Neta</b>	<b>896,6</b>	<b>1.338,9</b>	<b>2.235,5</b>	<b>750,9</b>	<b>1.790,9</b>	<b>2.541,8</b>

(\*) Compuesto principalmente por USD 65,5 millones de Donaciones, USD 38,5 millones por Remesas Familiares, USD 19,2 millones por recepción de pagos ALADI y USD 18,0 millones de Transferencias del Sistema Financiero.

(\*\*) Compuesto principalmente por USD 160,9 por pago Planta Separadora de Líquidos, USD 55,8 millones de Transferencias al FRF, USD 35,7 millones por pagos ALADI y USD 31,0 millones de Transferencias del Sistema Financiero.

## 2.4 Ratios de las Reservas Internacionales

Los ratios de cobertura de las Reservas Internacionales, muestran una continua mejora respecto a gestiones anteriores:

**Cuadro N° 3**  
**Ratios de Cobertura de las Reservas Internacionales Netas**

Variable	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012**
Reservas Internacionales Netas (Millones de USD)	1.123	1.714	3.178	5.319	7.722	8.580	9.730	12.019	13.927
Producto Interno Bruto a Precios Corrientes (Millones de USD)	8.784	9.574	11.521	13.215	16.790	17.464	19.787	24.123	26.657
Depositos Totales del Sistema Financiero (Millones de USD)	3.275	3.590	4.099	5.168	6.717	8.308	8.918	10.715	13.129
Dinero en Sentido Amplio (M'3) (Millones USD)	3.755	4.289	5.110	6.901	8.986	10.758	12.159	14.477	17.400
Importaciones (CIF) (Millones USD)	1.877	2.431	2.916	3.586	5.081	4.545	5.380	7.664	8.180
<b>RIN en porcentajes de:</b>									
Producto Interno Bruto (PIB)	13	18	28	40	46	49	49	50	52
Depósitos totales	34	48	78	103	115	103	109	112	106
Importaciones*	60	71	109	148	152	189	181	157	170
Dinero en sentido amplio (M'3)	30	40	62	77	86	80	80	83	80

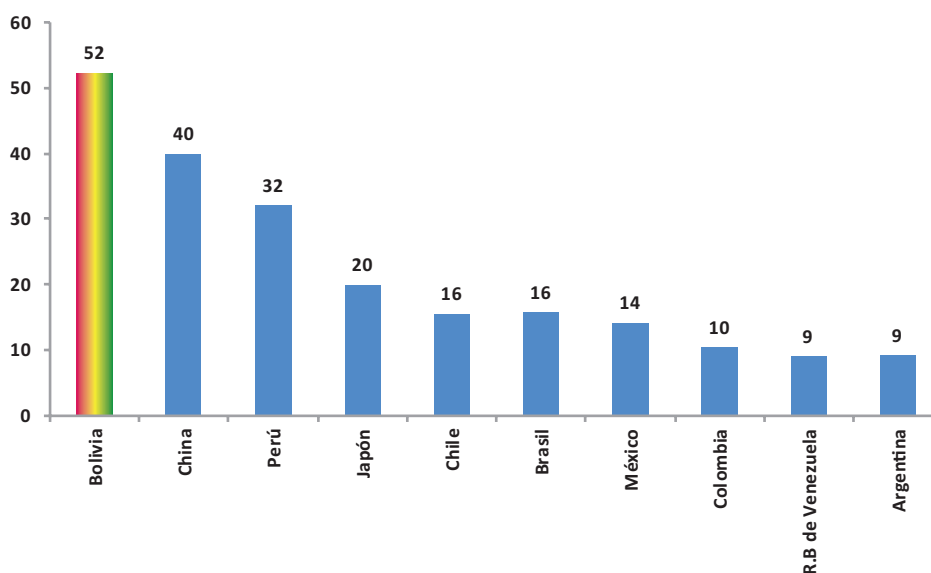
Fuente: Banco Central de Bolivia - Asesoría de Política Económica - Instituto Nacional de Estadística.

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

\*\* Datos Estimados del PIB e importaciones a diciembre 2012.

El ratio de Reservas Internacionales respecto al PIB alcanza el mayor nivel comparado con países como China que tiene altos niveles de reservas internacionales y comparado con países dentro de la región. Este ratio llegó a representar el 50% en el 2011 y se incrementó a 52% en 2012 (Gráfico N°3).

**Gráfico N° 3**  
**Comparación Regional Ratio RIN/PIB**



Fuente: Banco Central de Bolivia - Asesoría de Política Económica

Nota: Datos a diciembre 2012. China con datos a septiembre y Japón con cifras a noviembre 2012

Asimismo, el ratio de depósitos totales sobre las RIN muestra que el sistema financiero se encuentra adecuadamente respaldado, ya que las RIN cubren 1,1 veces el nivel de depósitos total del sistema financiero y cerca del 400% el total de depósitos en moneda extranjera<sup>1</sup>.

Las RIN también llegan a cubrir más de un año y medio de importaciones; que se encuentra muy por encima de los tres meses de importación, nivel estándar para este ratio.

Asimismo, las RIN cubren el 80% del dinero amplio de la economía (M3)<sup>2</sup>.

En este sentido las Reservas Internacionales proveen un adecuado respaldo a la economía del país reduciendo su vulnerabilidad tanto a shocks internos referidos a retiros masivos de depósitos bancarios como a shocks externos que pudiesen reducir la capacidad de pago de esta economía.

<sup>1</sup> Los depósitos en moneda extranjera representan el 28% del total de depósitos del sistema financiero.

<sup>2</sup> El M<sup>3</sup> está compuesto por billetes y monedas en poder del público, depósitos a la vista, caja de ahorros, plazo fijo y otras obligaciones en moneda nacional, extranjera, mantenimiento de valor y UFV.

# 3. Estructura de las Reservas Internacionales

## 3.1 Estructura por Portafolios

Durante la gestión 2012, la estructura de las Reservas Internacionales por portafolios se modificó con la incorporación de inversiones en el Portafolio TIPS (Bonos Protegidos contra la inflación) equivalentes a 3,7% de las reservas<sup>3</sup> y en Renmimbis (CNH)<sup>4</sup> equivalentes a 1,9% de las reservas (Cuadro N° 4).

**Cuadro N° 4**  
**Estructura de las Reservas Internacionales<sup>5</sup>**

	31-Dec-11		31-Dec-12	
	En millones de USD	Participación Porcentual	En millones de USD	Participación Porcentual
1. Billetes y Monedas	454,1	3,8%	345,0	2,5%
2. Depósitos Vista	203,6	1,7%	45,1	0,3%
<b>A) Capital de Trabajo (1+2)</b>	<b>657,6</b>	<b>5,5%</b>	<b>390,1</b>	<b>2,8%</b>
3. Portafolio de Liquidez	4.972,2	41,3%	8.001,8	57,4%
4. Portafolio de Depósitos	1.861,3	15,5%	0,0	0,0%
5. Portafolio Euro	1.478,4	12,3%	1.510,8	10,8%
6. <i>Portafolio Global</i>	683,4	5,7%	974,1	7,0%
6.1 <i>Dólares Australianos (AUD)</i>	343,2	2,9%	362,8	2,6%
6.2 <i>Dólares Canadienses (CAD)</i>	340,1	2,8%	353,3	2,5%
6.3 <i>Renmimbi Chino (CNH)</i>	0,0	0,0%	258,0	1,9%
7. Portafolio TIPS	0,0	0,0%	511,0	3,7%
8. DEG's	253,2	2,1%	255,0	1,8%
<b>B) Capital de Inversión (3+4+5+6+7+8)</b>	<b>9.248,6</b>	<b>76,8%</b>	<b>11.252,6</b>	<b>80,7%</b>
<b>C) Total Reservas Monetarias (A+B)</b>	<b>9.906,2</b>	<b>82,3%</b>	<b>11.642,8</b>	<b>83,5%</b>
<b>D) Oro</b>	<b>2.128,7</b>	<b>17,7%</b>	<b>2.295,2</b>	<b>16,5%</b>
<b>E) Reservas Internacionales (C+D)</b>	<b>12.034,9</b>	<b>100,0%</b>	<b>13.938,0</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: BCB -Gerencia de Operaciones Internacionales

Desde inicios de la gestión 2012 se consolidaron los Portafolios de Liquidez y Depósitos, sin embargo, mantuvieron su participación porcentual sobre el total de las reservas internacionales.

## 3.2 Estructura por monedas

En la gestión 2012 se efectuaron inversiones en Renminbis CNH por un valor equivalente a USD 250 millones, siendo el único cambio en la estructura por monedas de las reservas internacionales.

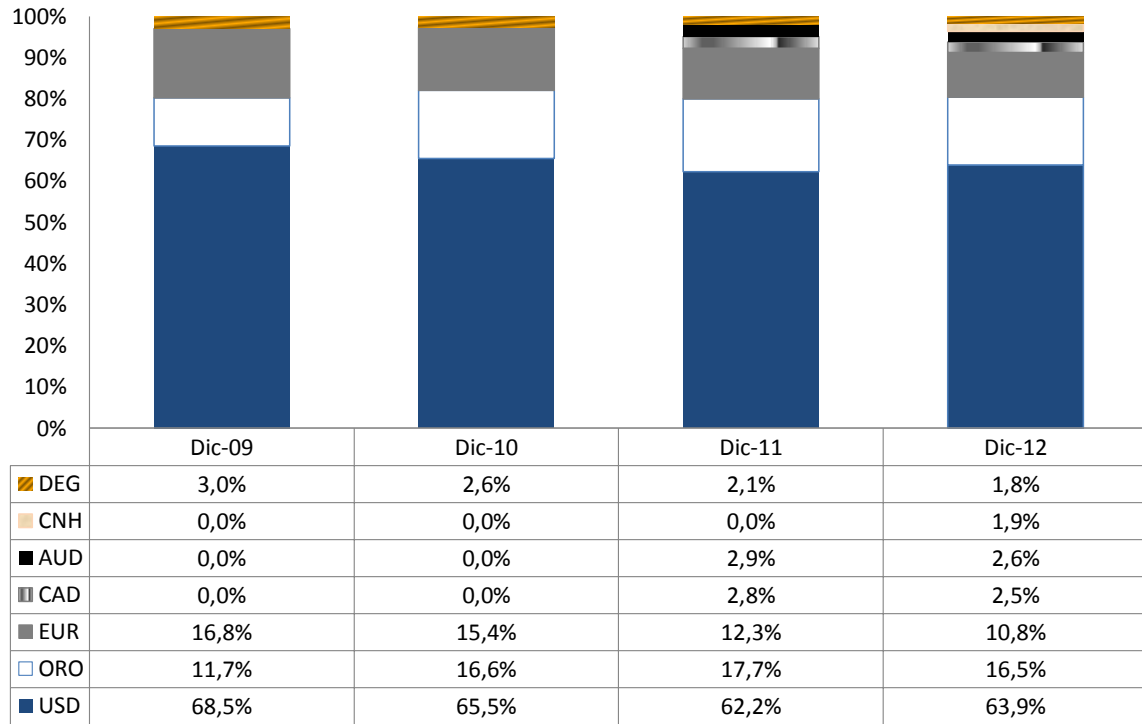
<sup>3</sup> En fecha 3 de abril de 2012, el Directorio del BCB, autorizó la inversión de USD 500 millones en Títulos soberanos de EE.UU. indexados a la inflación (TIPS), mediante el Fondo de Inversión del Banco Internacional de Pagos (BIS) denominado BISIP Series ILF.

<sup>4</sup> En fecha 15 de marzo de 2012 el Comité de Reservas Internacionales (CRI) autorizó la inversión en Renminbis chinos (CNH) en Hong Kong por el equivalente a USD 50 millones y en fecha 14 de junio de 2012 se incrementaron dichas inversiones en CNH por un equivalente de USD 200 millones.

<sup>5</sup> La diferencia de USD 11,3 millones con las reservas internacionales netas se origina en el tramo de reservas del FMI por USD 13,6 millones, variaciones cambiarias por USD -2,5 millones y obligaciones netas de corto plazo por USD -0,1 millones.

Al 31 de diciembre de 2012, la estructura de las reservas por moneda y oro, muestra una participación mayoritaria del dólar estadounidense (USD) con 63,9%, seguida por el Oro 16,5%, Euro (EUR) 10,8%, dólar australiano (AUD) 2,6%, dólar canadiense (CAD) 2,5% y renminbis chinos (CNH) con 1,9% y Derechos Especiales de Giro (DEG) con 1,8% como se muestra en el siguiente gráfico:

**Gráfico N° 4**  
**Estructura por Monedas**



Fuente: BCB-Gerencia de Operaciones Internacionales

# 4. Resultados de la Inversión de las Reservas Internacionales

## 4.1 Ingresos y rendimientos en la inversión de las reservas internacionales

En la gestión 2012 los ingresos por la inversión de reservas internacionales ascendieron a USD134 millones con una tasa de retorno de 1,04% (Cuadro N° 5).

Las reservas monetarias internacionales generaron ingresos por USD 120,3 millones equivalente a una tasa de retorno de 1,14% en tanto que las inversiones de oro rindieron USD 13,8 millones con una tasa de retorno de 0,59%.

El Portafolio de Liquidez fue el que generó mayores ingresos, seguido de los Portafolios Global y TIPS.

**Cuadro N° 5**  
**Rendimiento e Ingresos por la inversión de las Reservas Internacionales\***

		Gestión 2011		Gestión 2012	
		Ingresos (En miles de USD)	Tasa de Rendimiento	Ingresos (En miles de USD)	Tasa de Rendimiento
<b>Capital de Trabajo</b>		<b>275</b>	<b>0,21%</b>	<b>452</b>	<b>0,24%</b>
1)	Portafolio de Liquidez	44.597	0,69%	75.414	1,04%
2)	Portafolio Euro	25.991	1,71%	9.114	0,62%
3)	Portafolio Global <sup>(1)</sup>	6.199	0,91%	24.310	2,78%
4)	Portafolio TIPS <sup>(2)</sup>	---	---	10.998	2,20%
<b>Capital de Inversión</b>		<b>76.787</b>	<b>0,89%</b>	<b>119.836</b>	<b>1,16%</b>
<b>Total Reservas Monetarias</b>		<b>77.062</b>	<b>0,88%</b>	<b>120.288</b>	<b>1,14%</b>
5)	Oro	2.535	0,14%	13.754	0,59%
<b>TOTAL GENERAL</b>		<b>79.598</b>	<b>0,75%</b>	<b>134.042</b>	<b>1,04%</b>

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

A partir del 21 de mayo de 2012 el Portafolio Global incluye inversiones en yuanes renminbis  
El portafolio TIPS se constituyó el 2 de mayo de 2012.

Los portafolios Euro, Global (AUD, CAD Y CNY) y Oro, presentan variaciones en sus ingresos y rendimientos, si se incorporan las variaciones de los tipos de cambio de estas divisas y de la cotización del oro con relación al USD.

En el año 2012 hubo un incremento de los ingresos de USD 166 millones por valoración debido a la apreciación de los tipos de cambio y del oro, que sumados a los USD 134 millones efectivamente percibidos, suman el total de USD 300,2 millones, tal como se observa en el siguiente cuadro:

**Cuadro N° 6**  
**Rendimiento e Ingresos por la inversión de las Reservas Internacionales incluyendo variación cambiaria\***

		Gestión 2011		Gestión 2012	
		Ingresos (En miles de USD)	Tasa de Rendimiento	Ingresos (En miles de USD)	Tasa de Rendimiento
<b>Capital de Trabajo</b>		<b>275</b>	<b>0,21%</b>	<b>452</b>	<b>0,24%</b>
1)	Portafolio de Liquidez	44.597	0,69%	75.414	1,04%
2)	Portafolio Euro	-19.780	-1,32%	32.369	2,19%
3)	Portafolio Global <sup>(1)</sup>	-14.525	-2,08%	41.336	4,55%
4)	Portafolio TIPS <sup>(2)</sup>	---	---	10.998	2,20%
<b>Capital de Inversión</b>		<b>10.293</b>	<b>0,11%</b>	<b>160.117</b>	<b>1,54%</b>
<b>Total Reservas Monetarias</b>		<b>10.568</b>	<b>0,12%</b>	<b>160.569</b>	<b>1,51%</b>
5)	Oro	106.498	10,27%	139.593	6,57%
<b>TOTAL GENERAL</b>		<b>117.066</b>	<b>1,92%</b>	<b>300.162</b>	<b>2,44%</b>

(\*) Los retornos no son anualizados.

(1) A partir del 21 de mayo de 2012 el Portafolio Global incluye inversiones en yuanes renminbis.

(2) El Portafolio TIPS se constituyó el 2 de mayo de 2012.

Sin embargo, es importante reiterar que estas inversiones no buscan generar valoraciones positivas en el corto plazo, sino obtener una mejor relación riesgo/retorno en el mediano y largo plazo.

#### 4.2 Rendimiento de las reservas y sus comparadores referenciales (benchmarks)

La comparación entre los rendimientos obtenidos por la inversión de las reservas internacionales y los portafolios de referencia (benchmarks) muestra que el BCB en el 2012 generó exceso de retornos en todos los portafolios con excepción del Portafolio TIPS; el Portafolio de Liquidez superó a su comparador en 45 puntos básicos (p.b.)<sup>6</sup>, el Portafolio Euro en 48 p.b. y el Portafolio Global en 77 p.b. de acuerdo al Cuadro N° 7.

**Cuadro N° 7**  
**Rendimiento de los Portafolios en comparación con sus Benchmarks**

	Gestión 2011			Gestión 2012		
	Portafolio	Benchmark	Diferencia (En pb)	Portafolio	Benchmark	Diferencia (En pb)
Portafolio de Liquidez	0,69%	0,26%	43	1,04%	0,59%	45
Portafolio Euro	1,71%	1,06%	65	0,62%	0,14%	48
Portafolio Global (*)	0,91%	0,47%	44	2,78%	2,00%	77
Portafolio TIPS (**)	---	---	---	2,20%	2,30%	-10
Total Reservas Monetarias Internacionales	0,88%	0,41%	46	1,14%	0,69%	45

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

(\*\*) El portafolio TIPS se inició el 2 de mayo de 2012

<sup>6</sup> Un punto básico (p.b.) es equivalente a 0.01%



# 5. Gestion de los Portafolios del BCB

## 5.1 Entorno Internacional

En la gestión 2012, los mercados financieros internacionales se vieron influenciados por la crisis de la Zona Euro con los problemas fiscales en Grecia, Italia y España y por los indicadores económicos mixtos en Estados Unidos, sus elecciones presidenciales y el denominado precipicio fiscal (*Fiscal Cliff*)<sup>7</sup>.

En la Zona Euro, la débil situación fiscal española, la recesión de su economía y los problemas del sistema bancario tuvieron un impacto negativo sobre los niveles de financiamiento de este país. Al mismo tiempo, la economía italiana que mostraba signos de desaceleración, sufrió el efecto contagio de la crisis de España lo que sumado a la inestabilidad política originó la salida de su Primer Ministro Berlusconi.

Si bien la presión sobre España e Italia fue el componente más importante sobre el stress de la Zona Euro, durante la gestión también existió tensión proveniente de Grecia debido a la incertidumbre sobre el posible incumplimiento de sus compromisos adquiridos con diferentes organismos internacionales, sumada a la falta de un acuerdo inicial para conformar un gobierno de coalición hacia fines del primer semestre de 2012.

En este contexto, para resolver la presión sobre España e Italia y en general sobre la Zona Euro, el Banco Central Europeo (BCE) puso en marcha la compra ilimitada de bonos en el tramo de 1 a 3 años y los ministros de Finanzas de la Unión Europea (UE) acordaron la creación de una entidad encargada de la supervisión bancaria integrada a cargo del BCE para entidades financieras cuyos activos superen EUR 30 mil millones o representen más del 20% del PIB de su país<sup>8</sup>. Asimismo, hacia finales del segundo semestre de 2012, la Comisión Europea y el FMI desembolsaron el segundo pago del paquete de ayuda financiera comprometido para Grecia por alrededor de EUR 34 mil millones.

Por su parte, en Estados Unidos la Reserva Federal (FED) anunció la continuidad de su programa de compra de activos respaldados por hipotecas (MBS) hasta observar mayor estabilización en el mercado laboral y proveer un mayor crecimiento a su economía. Sin embargo, la incertidumbre de las elecciones presidenciales en el mes de noviembre y las dificultades de alcanzar la resolución del denominado precipicio fiscal incrementaron levemente los niveles de stress de mercado hacia finales de la gestión.

Dentro de su política de apoyo a la economía, el FED vinculó su tasa referencial a una tasa de desempleo de 6,5%, esperando que este nivel se alcance en el 2015 y la tasa referencial se mantenga en el rango de 0 a 0,25% en este período. Asimismo, estableció la compra de activos (Tesorerías) por un monto de USD 40 mil millones sin fecha de expiración.

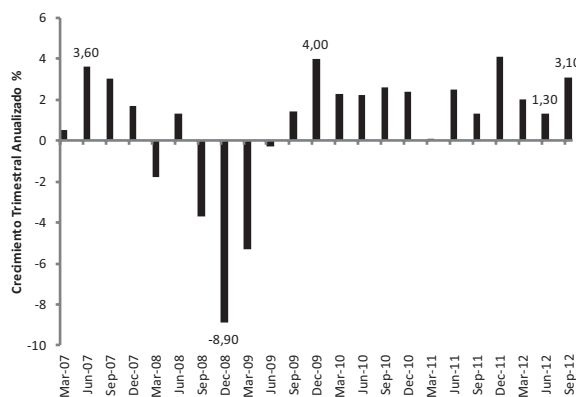
De esta manera al cierre de la gestión 2012, la tensión financiera presente hasta mediados de la gestión disminuyó por las medidas adoptadas en Estados Unidos y en Europa.

<sup>7</sup> El "Precipicio Fiscal" consiste en una disminución significativa del gasto público en coincidencia con un incremento en el nivel de impuestos.

<sup>8</sup> En el caso de España más del 80% del sistema financiero sería supervisado por la autoridad monetaria europea.

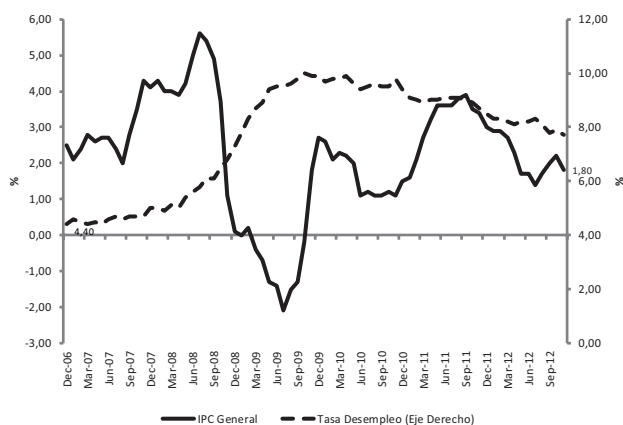
Respecto a los principales indicadores económicos, durante la gestión 2012, en Estados Unidos el crecimiento estuvo impulsado en una primera instancia por el buen desempeño del sector manufacturero, sin embargo, el aporte de este sector hacia finales de la gestión fue menor y el consumo personal fue el que impulsó el crecimiento, llegando a 3,1% en el tercer trimestre del año. La inflación general y la core<sup>9</sup> se mantuvieron dentro de los rangos previstos por el FED<sup>10</sup> por la reducción de los precios de los alimentos y el mantenimiento de precios de alquileres y vivienda; la inflación general a doce meses alcanzó 1,8% y la core 1,9% en el mes de noviembre. Como resultado de esta moderada recuperación económica, la tasa de desempleo disminuyó de 8,5% en diciembre de 2011 a 7,8% en diciembre de 2012, como se muestra en los siguientes gráficos.

**Gráfico N° 5**  
**Crecimiento PIB Anualizado EE.UU**



Fuente: Bloomberg

**Gráfico N° 6**  
**Inflación, Desempleo EE.UU**

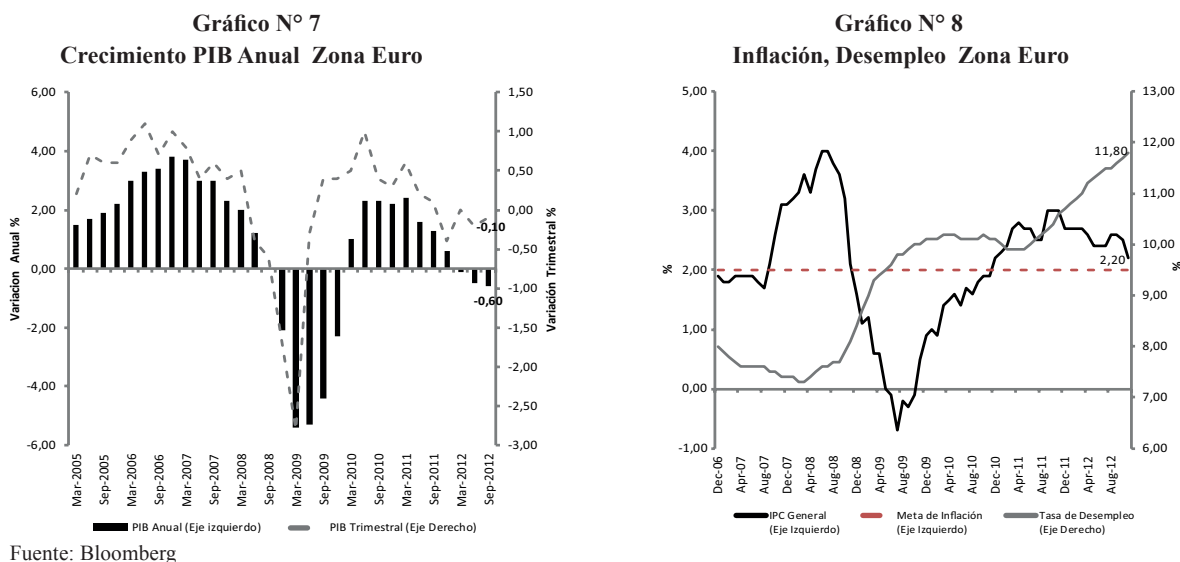


En la Zona Euro, la implementación de medidas de austeridad tuvo como consecuencia una reducción de la demanda interna y una mayor contracción de la actividad industrial sobre el producto haciendo que la Zona Euro ingrese en recesión por segunda vez en los últimos cuatro años, el crecimiento del PIB anual a septiembre fue de -0,6% (Gráfico N° 7), con un tasa de desempleo que alcanzó su máximo histórico de 11,8% en noviembre de 2012 (Gráfico N° 8).

La inflación general se mantuvo por encima de la meta de inflación de mediano plazo del BCE de 2%, debido a la incidencia positiva de los costos de la energía.

<sup>9</sup> Excluye componentes volátiles como alimento y energía.

<sup>10</sup> El FED estableció un objetivo de inflación de 2% para la gestión 2012.



En otras economías como Canadá, Australia y China, también se evidenció una disminución en la actividad económica. En Canadá, si bien mantuvo el crecimiento durante la gestión 2012, este se vió afectado negativamente por la recesión de la Zona Euro y la desaceleración de otras economías desarrolladas. Por su parte, la inflación se mantuvo baja y el desempleo controlado alcanzando este último a 7,1% en diciembre, como se muestra en el siguiente cuadro.

**Cuadro N° 8**  
**Indicadores Económicos Canadá – Australia - China**

Indicador	Dato al:	2011				2012					
		31-Dec-12	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4*	
<b>CANADA</b>	PIB Anual%**	<b>Oct-12</b>	<b>1,1</b>	2,9	2,1	3,0	1,9	1,7	2,2	1,0	<b>1,7</b>
	Tasa de desempleo %	<b>Dec-12</b>	<b>7,1</b>	7,7	7,4	7,1	7,5	7,2	7,2	7,4	7,1
	Inflación IPC Total Anual %	<b>Nov-12</b>	<b>0,8</b>	3,3	3,1	3,2	2,3	1,9	1,5	1,2	<b>1,4</b>
<b>AUSTRALIA***</b>	PIB Anual%	<b>Sep-12</b>	<b>3,1</b>	1,8	2,4	2,9	2,7	4,5	3,8	3,1	<b>3,0</b>
	Tasa de desempleo %	<b>Nov-12</b>	<b>5,2</b>	5,0	5,0	5,2	5,2	5,2	5,3	5,4	<b>5,5</b>
	Inflación IPC Total Anual %	<b>Sep-12</b>	<b>2,0</b>	3,3	3,5	3,4	3,0	1,6	1,2	2,0	<b>2,6</b>
<b>CHINA</b>	PIB Anual%	<b>Sep-12</b>	<b>7,4</b>	9,7	9,5	9,1	8,9	8,1	7,6	7,4	<b>7,8</b>
	Tasa de desempleo %	<b>Sep-12</b>	<b>4,1</b>	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	<b>4,1</b>
	Inflación IPC Total Anual %	<b>Nov-12</b>	<b>2,0</b>	5,4	6,4	6,1	4,1	3,6	2,2	1,9	<b>2,1</b>

Fuente: Bloomberg, FMI

\*Proyección

\*\* La oficina de estadísticas de Canadá revisó los datos de 2011.

\*\*\* La oficina de estadísticas de Australia revisó los datos de 2011 y 2012

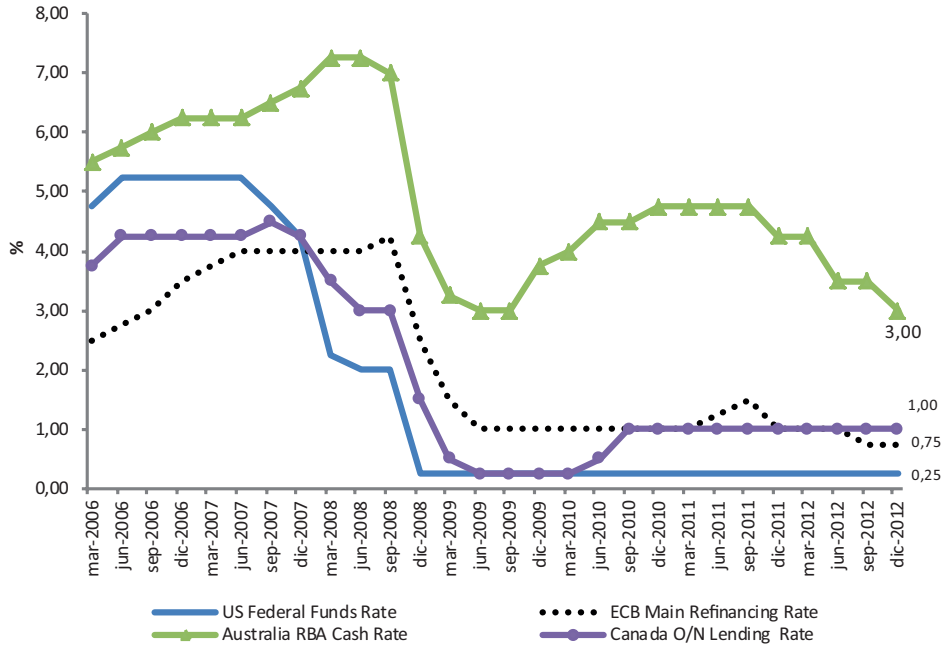
En Australia, la desaceleración de su economía en la gestión 2012 se originó en la reducción de su nivel de exportaciones a Japón, China y la Zona Euro. La tasa de desempleo se encuentra por encima de 5% en 2012 y la inflación anual a septiembre fue de 2% (Cuadro N° 8).

En China, se observó una contracción del producto durante toda la gestión pasando de un crecimiento anual de 8,9% al cuarto trimestre de 2011 a 7,4% a septiembre de 2012. Si bien el desempleo se mantuvo estable en 4,1% en 2012, se observó una contracción del sector exportador y menores contribuciones de la demanda interna por lo que la inflación a doce meses tuvo una tendencia descendente situándose en 2% en noviembre (Cuadro N° 8).

En este escenario, la política monetaria de Estados Unidos, fue mantener su tasa referencial en el rango de 0-0,25% durante toda la gestión, mientras que la Zona Euro redujo su tasa referencial en 25 p.b a mediados de 2012 llegando a 0,75% con el objetivo de promover el crecimiento y una mayor canalización del crédito (Gráfico N° 9).

El Banco de Canadá, alentado por la baja inflación y la relativa estabilidad del mercado laboral mantuvo su tasa referencial en 1% durante toda la gestión 2012, Australia redujo su tasa referencial en 125 p.b. situándola en 3%.(Gráfico N° 9).

**Gráfico N° 9**  
**Evolución Trimestral Tasas Referenciales 2006-2012**



Fuente: Bloomberg

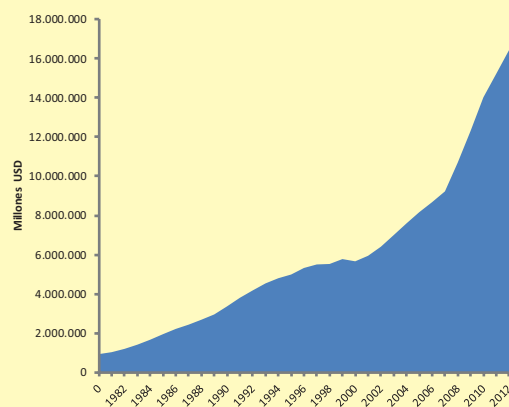
### Recuadro N°1: Ajuste Fiscal en Estados Unidos

La economía de Estados Unidos ha presentado déficit presupuestarios durante la mayor parte de los últimos 32 años (Gráfico N° R1). El déficit presupuestario se origina cuando los ingresos obtenidos son menores a los gastos incurridos en el aparato estatal.

Para cubrir la diferencia negativa entre los ingresos y gastos, el gobierno de los Estados Unidos emite deuda para obtener recursos que le permitan su normal funcionamiento. Este nivel de deuda se incrementó desde la gestión 2001 cuando se aumentó el gasto en defensa después de los ataques terroristas y posteriormente en el período 2007-2012 cuando se incrementó la emisión como parte del estímulo monetario para mitigar los efectos de la crisis financiera.



**Gráfico N° R2**  
**Deuda pendiente de pago (Outstanding) EE.UU**  
**Estados Unidos 1980-2012**



Sin embargo, el nivel de endeudamiento de EE.UU. es sujeto también a la imposición de límites por parte de su Congreso para evitar efectos contraproducentes en la economía. En 2011, este límite se incrementó a USD 16.400.000 millones; el acuerdo logrado en el Congreso de Estados Unidos (Acta de Control Presupuestario), estableció disposiciones referidas a elaborar una legislación para reducir su déficit fiscal en USD 1,2 trillones en los siguientes 10 años indicando que en caso de no aprobarse esta norma legislativa, se tendría reducción automática de los gastos a inicios de 2013 y un incremento impositivo para las familias.

Debido a que no se logró un acuerdo para la reducción del déficit fiscal, se esperaba que lo establecido en el Acta de Control Presupuestario entre en vigencia a partir de enero 2013, adicionalmente a este factor se tenía la expiración de los recortes impositivos implementados en la gestión del presidente George W. Bush en 2001 y 2003 que posteriormente fueron ampliados por dos años por el presidente Obama en 2010.

Estos dos componentes forman lo que se denominó en los mercados internacionales como *Fiscal Cliff* o Precipicio Fiscal, que como se puede deducir implica una reducción drástica del gasto y un incremento de impuestos. La importancia de este hecho, radica en el impacto que la disminución del ingreso disponible en la economía puede tener sobre el producto agregado.

Las primeras estimaciones monetarias del conjunto de las medidas asumidas indicaban un posible impacto de entre USD 500.000 a USD 600.000 millones lo cual podría representar un contracción del producto del 5% llevando nuevamente a la recesión a Estados Unidos.

Debido a la importancia de este factor, durante la parte final de diciembre se llevaron a cabo intensas negociaciones en el Congreso entre demócratas y republicanos. El acuerdo final se alcanzó el 1º de enero de 2013 estableciéndose lo siguiente:

**Cuadro N° R1**  
**Ajuste Fiscal Estados Unidos - 2013**

Item	Millones USD
Alivio permanente del Impuesto Alternativo Mínimo (ATM)	138.750
Extensiones de preferencias para negocios	63.232
Reducciones Impositivas 2001	58.388
Extensiones permanentes sobre ganancias de capital y dividendos establecidos en 2003	6.738
Extensiones de preferencias individuales	5.901
Extensiones de preferencias para energía	4.657
Otras Reducciones Impositivas 2009	2.666
<b>Total</b>	<b>280.332</b>
Fuente: American TaxPayer Relief Act 2012	

Fuente: American TaxPayer Relief Act 2012

El acuerdo alcanzado mantiene los beneficios impositivos para la mayor parte de los contribuyentes de Estados Unidos. Dentro de estas categorías se destacan:

- Se indexa a la inflación el Impuesto Alternativo Mínimo previniendo que consumidores sean afectados con cuentas mayores a USD 3.000, esta medida alcanza a más de treinta millones de contribuyentes.
- Incremento de impuestos para los individuos con ingresos mayores a USD 400.000 o familias con ingresos mayores a USD 450.000 (En la categoría de reducciones impositivas 2001)
- Se incrementan los impuestos para ganancias de capital y dividendos que generen más de USD 400,000 en este rubro.

De esta manera, con el acuerdo alcanzado se resuelve el tema de los ingresos por el lado impositivo, sin embargo, se pospone el tratamiento del nivel de gastos y del límite de deuda hasta el mes de marzo, alcanzando el primero a USD 109.000 millones aproximadamente.

El impacto esperado sobre el PIB de este conjunto de medidas podría ser de una disminución de 1,5%, aun así se espera que la economía de Estados Unidos alcance un crecimiento de entre 2% a 3% en 2013.

En el mercado de renta fija, las tasas de rendimiento de las notas del tesoro de EE.UU. disminuyeron durante la gestión 2012 debido a que la economía no mostró señales claras de recuperación y la crisis europea no encontró soluciones. La tasa de retorno de la nota a 2 años alcanzó un mínimo de 0,20% en julio y la Letra del Tesoro a 6 meses se mantuvo relativamente estable cerrando la gestión en 0,11% (Gráfico N° 10).

En la Zona Euro de igual manera, las tasas de rendimiento disminuyeron debido a la liquidez del sistema financiero europeo resultante de las medidas adoptadas por el BCE y a la elevada demanda de activos de refugio en Alemania y Francia, dado el incremento de la aversión al riesgo por la intensificación de la crisis europea. Los rendimientos de las notas francesas a 2 años disminuyeron significativamente pasando de 0,81% a 0,06%, mientras que el rendimiento de los títulos a 6 meses se mantuvo en niveles bajos llegando a 0,01% (Gráfico N° 11).

**Gráfico N° 10**  
Rendimientos de la Nota del Tesoro EEUU  
a 2 años y la Letra del Tesoro a 6 meses



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico N° 11**  
Rendimientos de la Nota del Tesoro Francés a  
2 años y la Letra del Tesoro a 6 meses



La moneda de la Zona Euro se depreció de forma importante desde febrero hasta julio alcanzando un nivel mínimo de USD/EUR 1,2061 el 24 de julio como consecuencia de la crisis de deuda fiscal en la Zona Euro y el posible alejamiento de Grecia de la zona, posteriormente el euro se apreció finalizando el año en USD/EUR 1,3193 por las políticas expansivas del BCE y la determinación de la Eurozona de mantener a Grecia como miembro, generando de esta manera optimismo en la región; durante el año el euro se apreció en 1,8% (Gráfico N° 12).

Al igual que el euro, el dólar australiano se depreció fuertemente desde febrero hasta junio debido a las expectativas negativas respecto al crecimiento de China, principal socio comercial de Australia, y a la disminución en su tasa de referencia, que originaron una depreciación en el dólar australiano que llegó a un mínimo de USD/AUD 0,9701 el 1ro de junio, posteriormente se apreció finalizando el año en USD/AUD 1,0394. Durante la gestión 2012, el dólar australiano se apreció en 1,8% (Gráfico N° 13).

**Gráfico N° 12**  
**Euro (USD/EUR)**



Fuente: Bloomberg

**Gráfico N° 13**  
**Dólar australiano (USD/AUD)**



Durante la gestión 2012, el dólar canadiense sirvió como moneda refugio ante la desaceleración de Estados Unidos y Europa, con una apreciación importante entre junio y septiembre después del anuncio de los estímulos del FED y del BCE. Durante la gestión 2012, el dólar canadiense se apreció en 2,9% (Gráfico N° 14), sin embargo la tendencia bajista del precio internacional del petróleo en el segundo semestre y la desaceleración del sector inmobiliario canadiense hicieron que su moneda se deprecie a partir del mes de septiembre, cerrando la gestión en 0.9921 CAD/USD.

**Gráfico N° 14**  
**Dólar canadiense (CAD/USD)**



Fuente: Bloomberg

**Gráfico N° 15**  
**Renminbi (CNH/USD)**



La moneda china, desde su introducción en el mercado internacional ha mantenido una tendencia de apreciación. Si bien durante la primera mitad del año se vio afectada por la desaceleración de su economía y la disminución de sus tasas de referencia, la segunda mitad del año continuó su tendencia de apreciación. La mejora de las expectativas de crecimiento y los incentivos por parte del Banco Central de China, durante el segundo semestre, permitieron que el Renminbi finalice la gestión en 6,2240 CNH/USD lo que representa una apreciación de 1,9% en el 2012 (Gráfico N° 15).

El precio del oro tuvo un comportamiento volátil durante la gestión 2012, en la primera mitad del año disminuyó alcanzando un precio mínimo de USD/OTF 1.539,6 en el mes de mayo, por las señales de recuperación de la economía de Estados Unidos, la coyuntura de la crisis de deuda de la zona Euro y las perspectivas de crecimiento negativas de la economía China. Posteriormente, entre los meses de julio y septiembre, el precio del oro tuvo un fuerte incremento alcanzando un máximo de USD/OTF



1.777 en septiembre, impulsado por los estímulos económicos del FED y del BCE, sin embargo, en el último trimestre del año el precio del oro disminuyó nuevamente por la incertidumbre respecto al Fiscal Cliff y a los datos positivos de EE.UU. que disminuyeron la demanda del metal como activo de refugio. En el año el precio del oro se incrementó en 7,1% (Gráfico N° 16).

**Gráfico N° 16**  
**Precio del Oro (USD/OTF)**

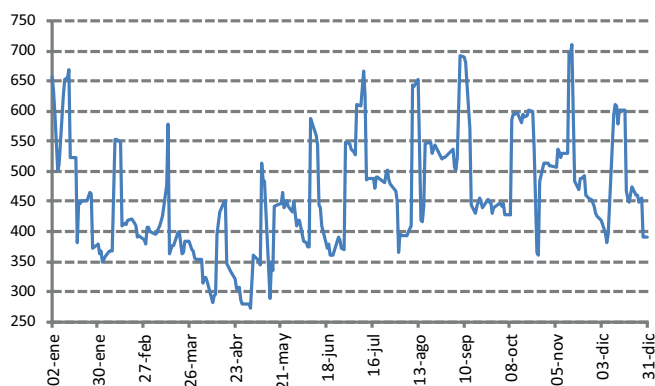


Fuente: Bloomberg

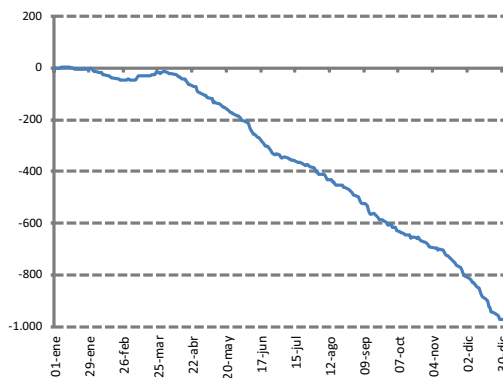
## 5.2 Capital de Trabajo

Durante la gestión 2012 el saldo diario del Capital de Trabajo tuvo un promedio de USD 460 millones, con un mínimo de USD 273 millones y un máximo de USD 710 millones (Gráfico N° 17).

**Gráfico N° 17**  
**Saldos Diarios del Capital de Trabajo**  
**(En Millones de USD)**  
**2012**



**Gráfico N° 18**  
**Variación Acumulada de Bóveda**  
**(En millones de USD)**  
**2012**



La variación acumulada de USD en efectivo en bóveda durante la gestión 2012 fue negativa en USD 973 millones, para atender requerimientos del sistema financiero que se incrementaron los tres últimos trimestres de la gestión 2012. El retiro de efectivo de la gestión 2012 fue el mayor registrado en los últimos años (Gráfico N° 18 y Cuadro N° 9).

**Cuadro N° 9**  
**Movimiento Neto de Bóveda**  
**2009-2012**  
**(En millones de USD)**

	2009	2010	2011	2012
1° trim	-226,9	-128,1	-18,5	-14,4
2° trim	-118,2	-162,1	-138,2	-316,0
3° trim	-40,8	-133,8	96,1	-275,5
4° trim	-243,8	-214,7	-5,8	-366,7
<b>Total</b>	<b>-629,7</b>	<b>-638,8</b>	<b>-66,4</b>	<b>-972,5</b>

Para atender estos retiros de USD se importaron USD 1.142,4 millones; asimismo se efectuaron exportaciones de billetes por USD 278,9 millones (Cuadro N° 10).

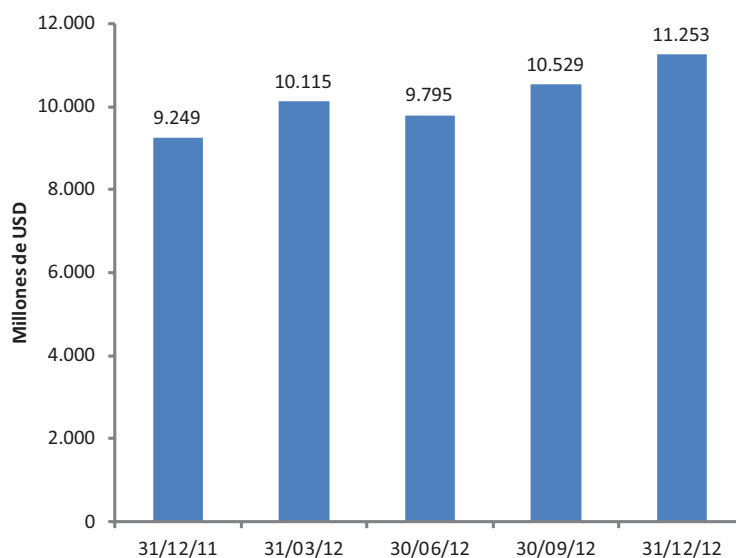
**Cuadro N° 10**  
**Importación y Exportación de Remesas de billetes en USD**  
**Gestión 2012**  
**(En USD)**

Mes	Remesas		
	Importación	Exportación	Importación Neta
Enero	0,0	194,1	-194,1
Febrero	0,0	0,0	0,0
Marzo	0,0	0,0	0,0
<b>Total 1er Trim.</b>	<b>0,0</b>	<b>194,1</b>	<b>-194,1</b>
Abril	51,2	0,0	51,2
Mayo	198,4	37,4	161,0
Junio	99,2	0,0	99,2
<b>Total 2do Trim.</b>	<b>348,8</b>	<b>37,4</b>	<b>311,4</b>
Julio	99,2	0,0	99,2
Agosto	99,2	25,8	73,4
Septiembre	99,2	0,0	99,2
<b>Total 3er Trim.</b>	<b>297,6</b>	<b>25,8</b>	<b>271,8</b>
Octubre	99,2	21,5	77,7
Noviembre	99,2	0,0	99,2
Diciembre	297,6	0,0	297,6
<b>Total 4to Trim.</b>	<b>496,0</b>	<b>21,5</b>	<b>474,5</b>
<b>Total 2012</b>	<b>1.142,4</b>	<b>278,9</b>	<b>863,5</b>

### 5.3 Capital de Inversión

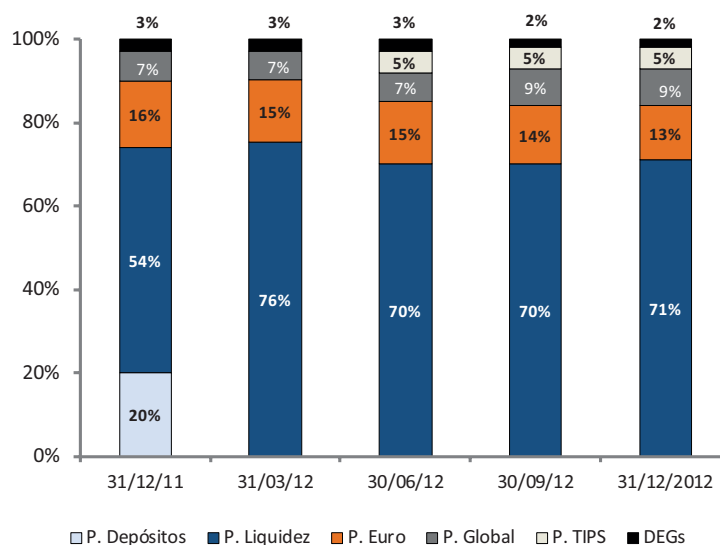
Al 31 de diciembre de 2012 el Capital de Inversión alcanzó USD 11.253 millones, USD 2.004 millones por encima del nivel registrado a fines de 2011 (Gráfico N° 19).

**Gráfico N° 19**  
**Valor del Capital de Inversión**



Los principales cambios en la estructura del Capital de Inversión en la gestión 2012, fueron las inversiones en Títulos de Estados Unidos Protegidos contra la Inflación (TIPS) y en Renminbis chinos en Hong Kong (CHN) como parte del Portafolio Global (Gráfico N° 20).

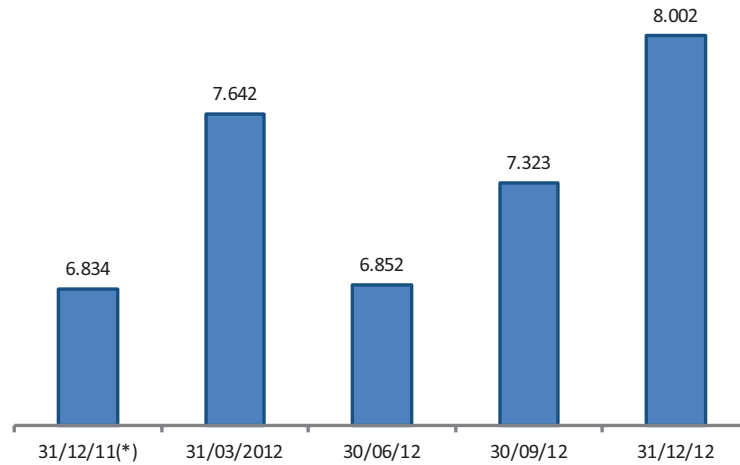
**Gráfico N° 20**  
**Estructura del Capital de Inversión**



### 5.3.1 Portafolio de Liquidez

Durante la gestión 2012 el portafolio de Liquidez se incrementó en USD 1.168 millones pasando de USD 6.834 a USD 8.002 millones por las transferencias del Capital de Trabajo. El valor de mercado a diciembre 2011 incluye el portafolio de Depósitos que se fusionó al de Liquidez a partir de la gestión 2012.

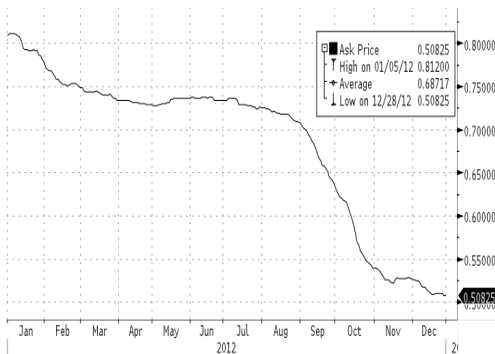
**Gráfico N° 21**  
**Evolución Valor de Mercado**  
**(En millones de USD)**



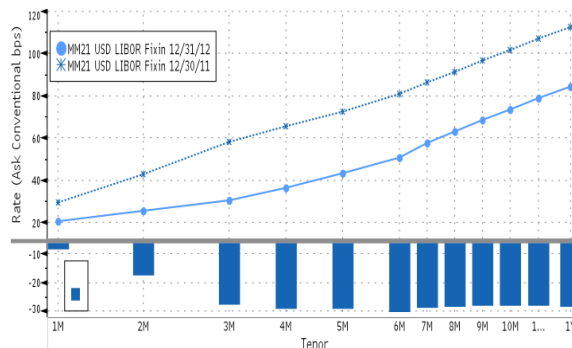
(\*) Incluye el Portafolio de Depósitos

En el 2012, en el mercado monetario las tasas de interés disminuyeron significativamente por las medidas aplicadas por el FED y el BCE; la tasa LIBOR en USD a 6 meses disminuyó en 30 p.b. (Gráfico N° 22) y la curva LIBOR mantuvo una pendiente positiva con un diferencial de 34 p.b. entre la tasa de 6 y 12 meses (Gráfico N° 23).

**Gráfico N° 22**  
**Evolución de la tasa LIBOR a 6 meses**  
**(En porcentaje)**

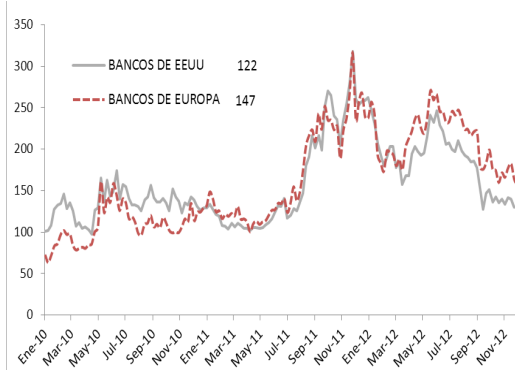


**Gráfico N° 23**  
**Curva LIBOR en USD**  
**(En puntos básicos)**



Asimismo, el riesgo crediticio del sector bancario, medido por los Credit Default Swaps CDS de los principales bancos de Europa y EE.UU. (Gráfico N° 24) y el diferencial entre la tasa LIBOR y el TBill a 6 meses (Gráfico N° 25), disminuyó de forma importante durante el año hasta el mes de octubre por las medidas implementadas por los principales bancos centrales, aunque se incrementó en diciembre por la incertidumbre respecto al *Fiscal Cliff*.

**Gráfico N° 24**  
Credit default swaps de bancos de Europa y de EE.UU. (En puntos básicos)

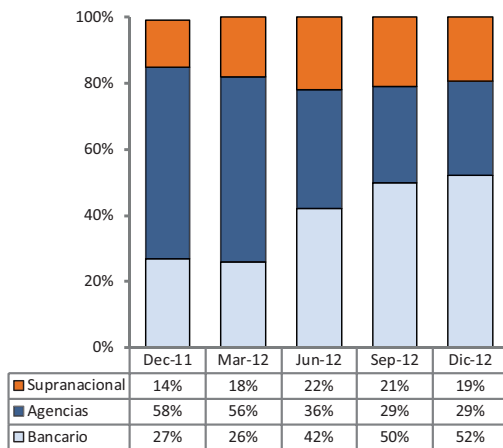


**Gráfico N° 25**  
Evolución del spread LIBOR a 6 meses vs rendimiento TBILL a 6 meses (En porcentaje)

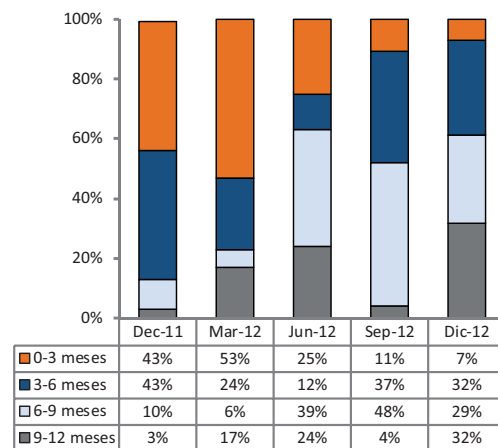


A partir del segundo trimestre del año se incrementó gradualmente la exposición al sector bancario con tasas de interés atractivas en un entorno de reducción de riesgo crediticio (Gráfico N° 26). Debido al empinamiento de la curva de rendimiento y la reducción de riesgo crediticio en el mercado, se amplió el plazo de vencimiento de las inversiones en el sector bancario de 6 a 9 meses, por lo que se muestra un ligero incremento en el plazo de inversión durante la gestión (Gráfico N° 27).

**Gráfico N° 26**  
Estructura por sector

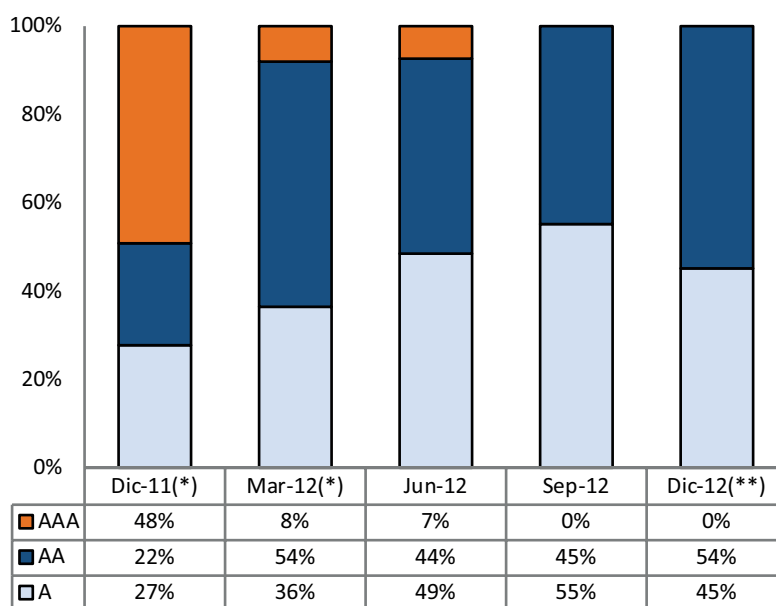


**Gráfico N° 27**  
Estructura por plazo



La calidad crediticia del portafolio se mantuvo concentrada en emisores con calificación AA y A por ofrecer tasas de interés mas atractivas, con una alta calidad crediticia (Gráfico N° 28).

**Gráfico N° 28**  
**Estructura por calificación crediticia**



(\*) Incluye posiciones en Clydesdale Bank (2%) cuya calificación en la fecha de inversión era A+ y disminuyó a BBB+ después de efectuada la inversión.

(\*\*) Incluye posiciones en el Banco Santander (1%) cuya calificación en la fecha de inversión era A+ y disminuyó a BBB después de efectuada la inversión.

En la gestión 2012 el portafolio de Liquidez rindió 1,04%, 45 p.b. por encima de su comparador referencial generando ingresos por USD 75,4 millones (Cuadro N° 11). El retorno trimestral se mantuvo estable alcanzando en el cuarto trimestre una tasa de 0,27% e ingresos por USD 20,5 millones.

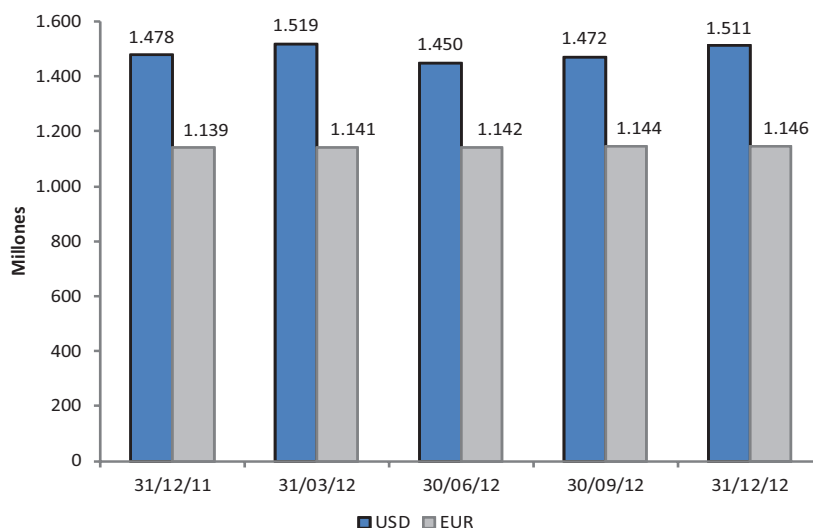
**Cuadro N° 11**  
**Portafolio de Liquidez**  
**Retorno – Riesgo**

	1°-Trim-12	2°-Trim-12	3°-Trim-12	4°-Trim-12	Gestión 2012
Port. Liquidez	0,24%	0,25%	0,27%	0,27%	1,04%
Bench. (LIBID 6M)	0,14%	0,16%	0,16%	0,14%	0,59%
Diferencia (En pb)	10	9	12	13	45
Ingresos (En mill. USD)	17,5	18,1	19,4	20,5	75,4
Error de réplica (pb)	12	13	16	13	12
VaR -1 día (95% conf.) (En mill. USD)	1,1	1,4	2	1,9	1,1

### 5.3.2 Portafolio Euro

El valor de mercado del Portafolio Euro fue de EUR 1.146 millones equivalente a USD 1.511 millones. En relación a la gestión anterior, el valor del portafolio fue EUR 7 millones superior por las ganancias de las inversiones y USD 32 millones superior por la apreciación del euro y los ingresos generados (Gráfico N° 29).

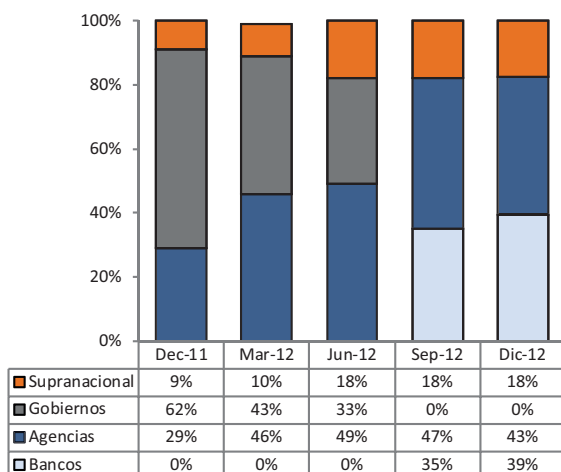
**Gráfico N° 29**  
**Portafolio Euro**  
**Valor de Mercado en EUR y equivalente en USD**



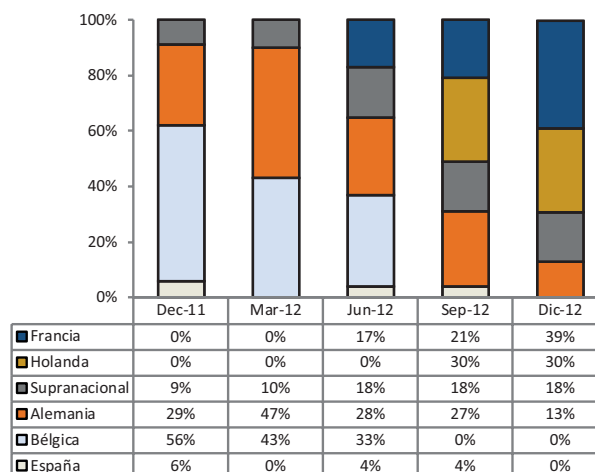
El portafolio durante la gestión 2012, mantuvo inversiones en instrumentos de spread y emisiones de gobierno con tasas mayores a las del comparador referencial y a partir del tercer trimestre con inversiones en instituciones bancarias, por la importante reducción en las tasas de interés ofrecidas por gobiernos, agencias y supranacionales, como consecuencia de las medidas adoptadas por el BCE. A finales de la gestión el portafolio estuvo compuesto por 43,2% en Agencias de Gobierno, 39,3% en el sector Bancario y 17,5% en supranacional (Gráfico N° 30).

Los rendimientos de las emisiones de los gobiernos de Alemania, Francia y Bélgica estuvieron cercanas a cero e incluso negativas durante gran parte de la segunda mitad del año, por lo que se disminuyeron las inversiones principalmente en Bélgica y Alemania. Asimismo, debido a la disminución en la calificación crediticia de España por debajo del mínimo permitido por el BCB ya no se efectuaron inversiones en ese país (Gráfico N° 31).

**Gráfico N° 30**  
**Estructura del Portafolio por Sector**

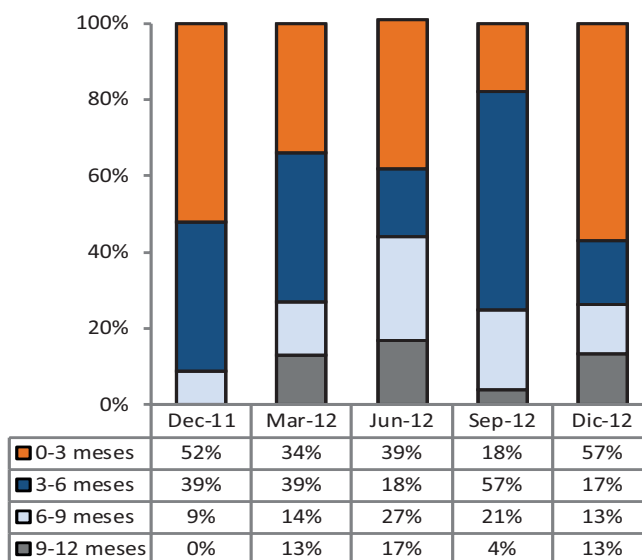


**Gráfico N° 31**  
**Estructura del Portafolio por País y Supranacional**



En la gestión 2012 el plazo de inversión cerró con una mayor participación en el tramo de 0 a 3 meses, una disminución del tramo de 3-6 meses y un incremento en el tramo de 9 a 12 meses por las últimas inversiones en el sector bancario a 9 meses (Gráfico N° 32).

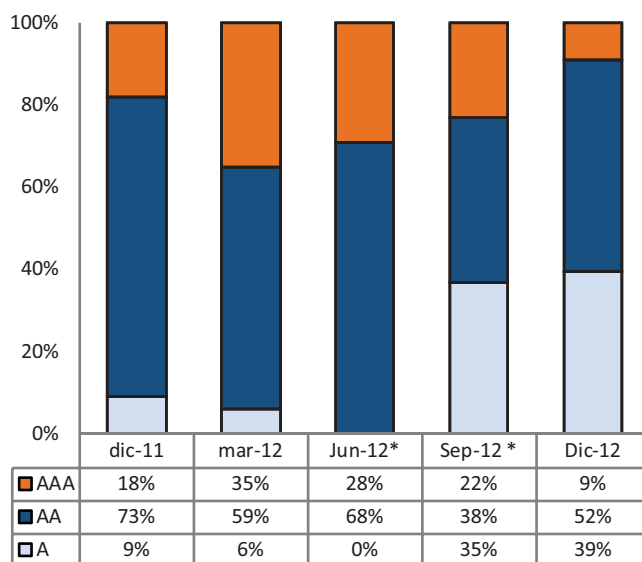
**Gráfico N° 32**  
**Estructura del Portafolio por plazo**



Durante la gestión 2012 las agencias calificadoras de riesgo redujeron la calificación de Francia de AAA a AA+ y de España de AA- a BBB.

Al finalizar la gestión 2012 el portafolio se encuentra compuesto en 52% para emisiones AA, 39% para emisiones A y 9% para emisiones AAA (Gráfico N° 33).

**Gráfico N° 33**  
**Estructura por calificación crediticia del Portafolio Euro**



(\*) Las inversiones en el Instituto Oficial de Crédito (ICO) representan el 4,5% del portafolio al 30/09/12 cuya calificación en la fecha de inversión era A+ y disminuyó a BBB+ después de efectuada la inversión.



En la gestión 2012 el Portafolio Euro rindió 0,62%, 48 p.b. por encima de su comparador referencial generando ingresos por EUR 7,1 millones (Cuadro N° 12). El retorno trimestral se mantuvo estable alcanzando en el cuarto trimestre una tasa de 0,14% e ingresos por EUR 1,6 millones.

**Cuadro N° 12**  
**Portafolio del Euro**  
**Retorno – Riesgo**

	1°-Trim-12	2°-Trim-12	3°-Trim-12	4°-Trim-12	Gestión 2012
Port. Euro	0,19%	0,13%	0,17%	0,14%	0,62%
Bench. (ML GOFB)	0,04%	0,05%	0,04%	0,01%	0,14%
Diferencia (En pb)	15	7	13	13	48
Ingresos (En mill.EUR)	2,1	1,4	1,9	1,6	7,1
Error de réplica	18	23	17	27	18
VaR -1 día (95% conf.)	304,8	381,9	424,9	407,2	304,8

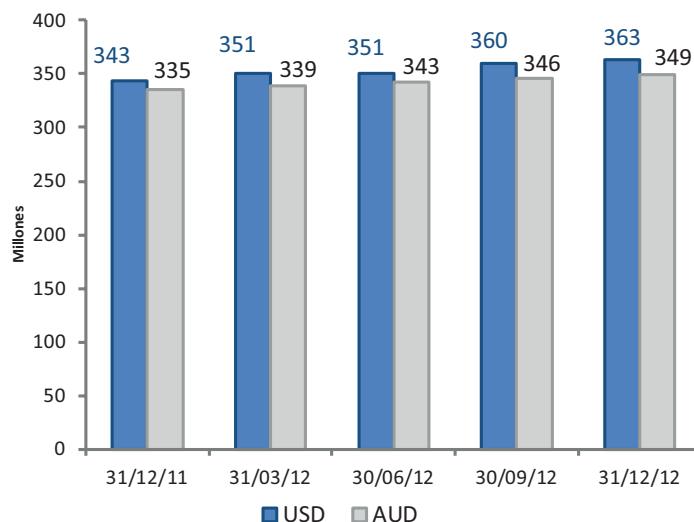
### 5.3.3 Portafolio Global

El Portafolio Global, constituido en septiembre de 2011 se encontraba compuesto inicialmente por inversiones en dólares australianos y dólares canadienses. En mayo de 2012, se incluye el Renminbi chino CNH como parte del Portafolio.

#### 5.3.3.1 Inversiones en dólares australianos

El valor de mercado del portafolio fue AUD 349 millones, AUD 14 millones por encima del valor del año anterior por las ganancias de las inversiones. El valor del portafolio equivalente en USD fue de USD 363 millones, mostrando un incremento de USD 20 millones respecto a la gestión anterior por la apreciación del dólar australiano y las ganancias de las inversiones (Gráfico N° 34).

**Gráfico N° 34**  
**Valor de Mercado AUD y su equivalente en USD**

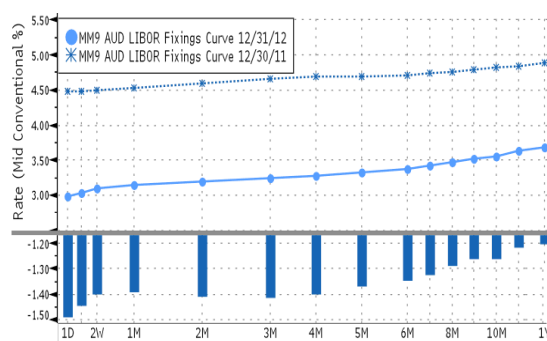


En el mercado monetario de dólares australianos, las tasas de interés disminuyeron significativamente por la disminución en las tasas de referencia del Banco de la Reserva de Australia. La tasa LIBOR en dólares australianos a 6 y 12 meses se redujo en 144 y 134 p.b. respectivamente (Gráfico N° 35).

**Gráfico N° 35**  
Evolución de la LIBOR a 6 y 12 meses de AUD  
(En porcentaje)



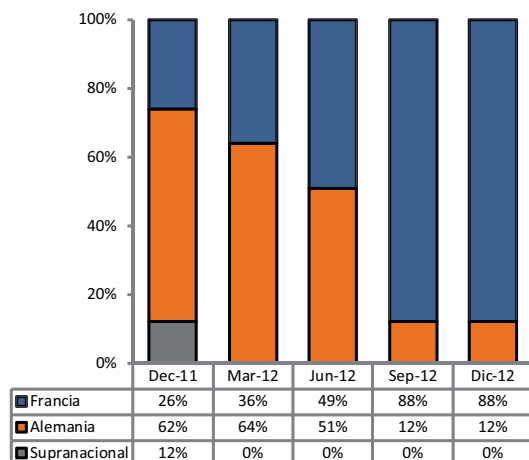
**Gráfico N° 36**  
Curva LIBOR en AUD



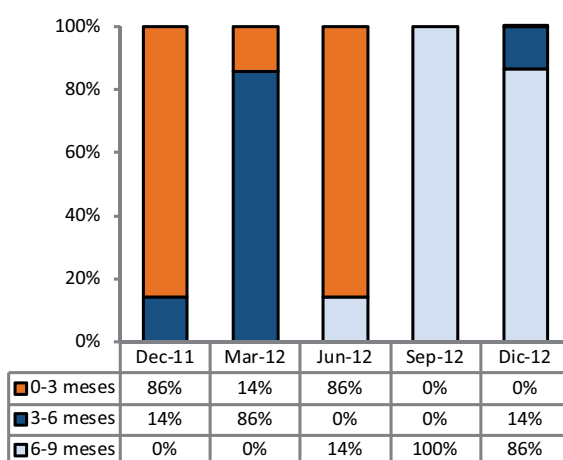
Asimismo, la curva LIBOR en AUD se mantuvo con una pequeña pendiente por el riesgo crediticio aunque se esperan mayores recortes de tasas (Gráfico N° 36).

Durante la gestión 2012, el portafolio disminuyó su exposición a títulos supranacionales del BIS incrementándose las inversiones en agencias del gobierno francés por las tasas que ofrecieron (Gráfico N° 37).

**Gráfico N° 37**  
Estructura por país y supranacional



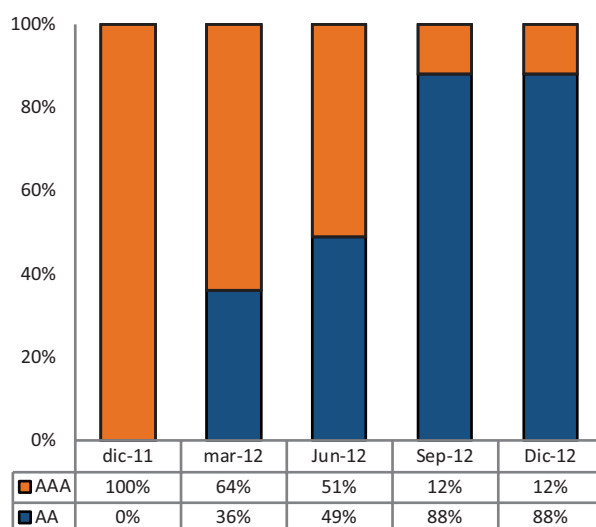
**Gráfico N° 38**  
Estructura por plazo



En este escenario de reducción de tasas, se incrementó el plazo de las inversiones principalmente a 12 meses, por lo que la participación en el tramo de 6 a 9 meses llegó al 86%. (Gráfico N° 38).

La calidad crediticia de las inversiones en dólares australianos disminuyó por el incremento de las inversiones en Francia y la disminución de inversiones en títulos alemanes. Las inversiones AAA se redujeron de 100% a 12% mientras que las inversiones en AA se incrementaron de 0% a 88% (Gráfico N° 39).

**Gráfico N° 39**  
**Estructura por calificación crediticia del Portafolio Global - AUD**



En la gestión 2012 el portafolio de AUD rindió 4,38%, 110 p.b. por encima de su comparador referencial generando ingresos por AUD 14,7 millones (Cuadro N° 13). El retorno del 4to trimestre se redujo en comparación a los anteriores debido a la reducción de las tasas de interés en este mercado.

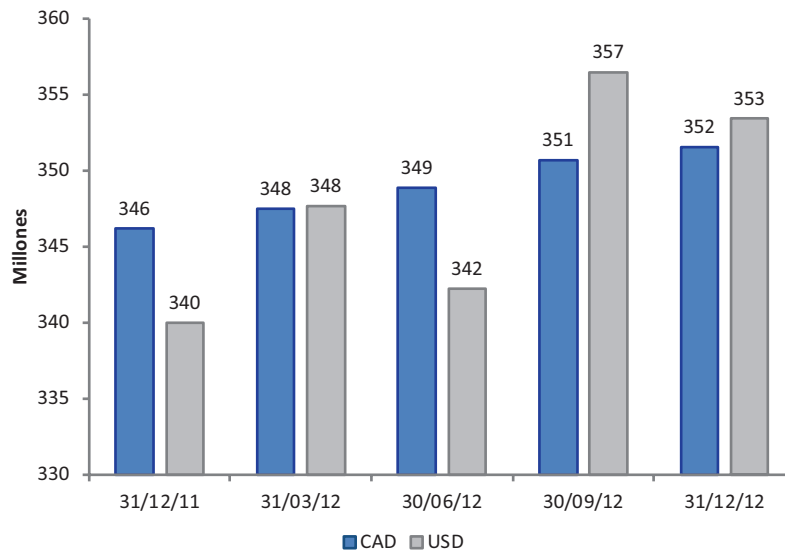
**Cuadro N°13**  
**Portafolio Global - AUD**  
**Retorno – Riesgo**

	1°-Trim-12	2°-Trim-12	3°-Trim-12	4°-Trim-12	Gestión 2012
Port. AUD	1,17%	1,17%	1,02%	0,95%	4,38%
Bench.(FIXBIS 6MAUD)	0,72%	1,09%	0,70%	0,73%	3,28%
Diferencia (En pb)	45	8	32	22	110
Ingresos (En mill. AUD)	3,9	4,0	3,5	3,3	14,7
Error de réplica	43	53	37	13	35
VaR -1 día (95% conf.)	56,6	86,5	103,1	319,8	63

### 5.3.3.2 Inversiones en dólares canadienses

El valor de mercado del portafolio en dólares canadienses llegó a CAD 352 millones al final de la gestión 2012, con un incremento de CAD 6 millones en el año por los ingresos generados por las inversiones. El valor de mercado por el equivalente en dólares estadounidenses fue de USD 353 millones, representando un incremento de USD 13 millones durante la gestión por la apreciación del dólar canadiense y los ingresos generados (Gráfico N° 40).

**Gráfico N° 40**  
**Valor de Mercado CAD y equivalente en USD**



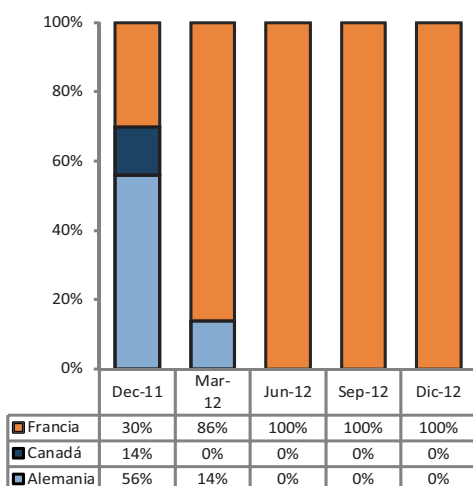
Durante el 2012, la tasa LIBOR en dólares canadienses a 6 meses disminuyó a partir del mes de mayo por el cambio en las expectativas respecto a incrementos en la tasa referencial del Banco de Canadá como consecuencia del desaceleramiento de la economía (Gráfico N° 41).

**Gráfico N° 41**  
**Evolución de la tasa Libor a 6 meses en CAD**  
**(En porcentaje)**

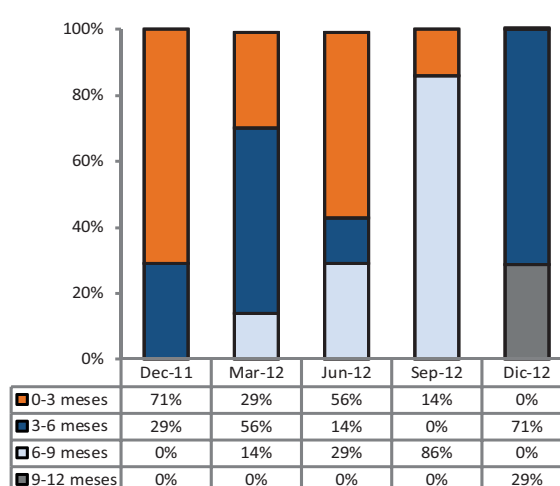


En la gestión se efectuaron inversiones en agencias francesas por la oferta de tasas de rendimiento atractivas disminuyendo las inversiones en las emisiones del gobierno canadiense y agencias alemanas (Gráfico N° 42). El plazo de inversión también se incrementó a lo largo de la gestión y principalmente a partir del segundo semestre a un plazo de 12 meses para aprovechar el empinamiento de la curva (Gráfico N° 43).

**Gráfico N° 42**  
**Estructura por país**

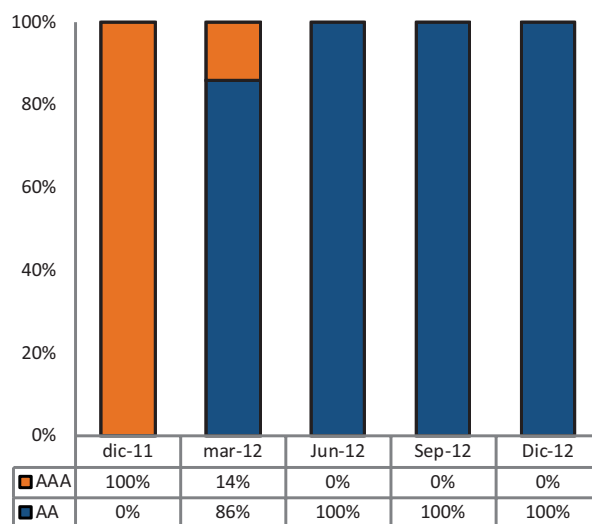


**Gráfico N° 43**  
**Estructura por plazo**



La calidad crediticia del portafolio durante la gestión estuvo concentrada en AA por las inversiones en agencias francesas (Gráfico 44).

**Gráfico N° 44**  
**Estructura por calificación crediticia del Portafolio Global – CAD**



Durante la gestión, las inversiones en dólares canadienses rindieron 1,56%, 84 p.b. por encima del comparador referencial generando un ingreso de CAD 5,4 millones. El rendimiento trimestral disminuyó en el cuarto trimestre a 0,29% por la reducción de tasas en el mercado (Cuadro N°14).

**Cuadro N°14**  
**Portafolio Global - CAD**  
**Retorno – Riesgo**

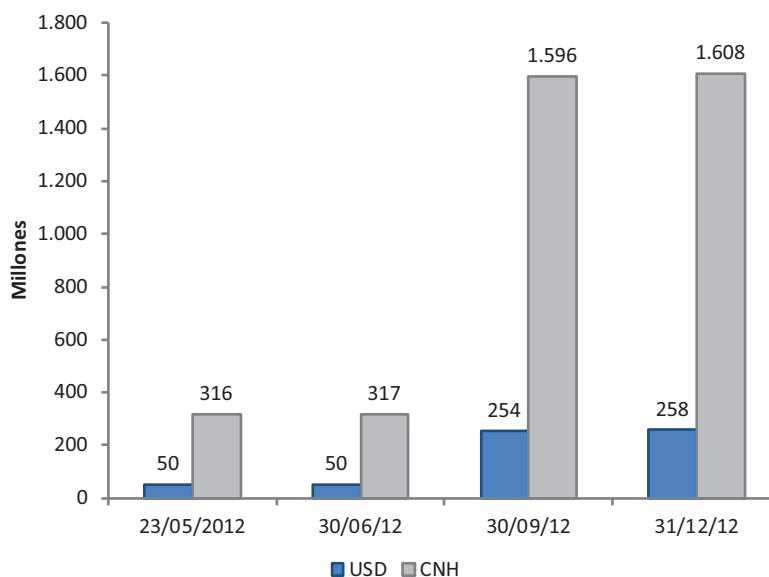
	1°-Trim-12	2°-Trim-12	3°-Trim-12	4°-Trim-12	Gestión 2012
Port. CAD	0,34%	0,40%	0,53%	0,29%	1,56%
Bench. (FIXBIS 6M CAD)	0,09%	0,28%	0,11%	0,24%	0,73%
Diferencia (En pb)	25	12	42	5	84
Ingresos (En mill. CAD)	1,2	1,4	1,8	1	5,4
Error de réplica	12	21	32	13	20
VaR -1 día (95% conf.) (En miles CAD)	56,6	86,5	103,1	145,4	56,6

### 5.3.3.3 Inversiones en renminbis chinos (CNH)

Durante la gestión 2012 se iniciaron las inversiones de las reservas en la moneda china Renmimbi (CNH), efectuando la primera compra el 23 de mayo por un valor de CNH 316,3 millones equivalente a USD 50 millones y la segunda compra el 6 de julio por un valor de CNH 1.269,26 millones equivalentes a USD 200 millones e invirtiéndolos en depósitos a plazo fijo en el sector bancario a plazos de 6 y 9 meses respectivamente.

De esta manera, el valor de mercado del portafolio de renminbis al 31 de diciembre de 2012 fue de CNH 1.608 millones, equivalente a USD 258 millones, mayor en USD 8 millones desde inicio del portafolio por los intereses generados y la apreciación de la moneda. (Gráfico N° 45)

**Gráfico N° 45**  
**Valor de Mercado CNH y su equivalente en USD**



Desde finales de mayo a diciembre 2012, las inversiones en renminbis rindieron 1,67%, generando un ingreso de CNH 22,1 millones. El rendimiento trimestral disminuyó en el cuarto trimestre a 0,69% por la reducción de tasas en el mercado (Cuadro N°15).

**Cuadro N°15**  
**Portafolio Global - CNH**  
**Retorno – Riesgo**

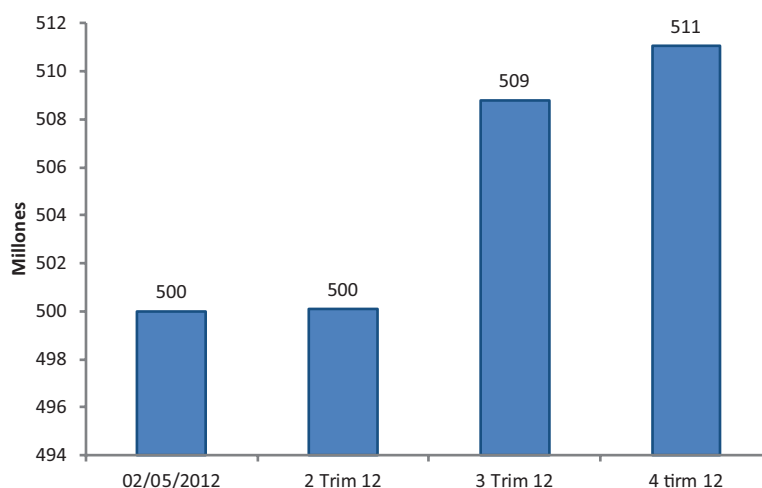
	2°-Trim-12	3°-Trim-12	4°-Trim-12	Gestión 2012
Portafolio CNH	0,29%	0,68%	0,69%	1,67%
Ingresos (En mill. CNH)	0,9	10,1	11,1	22,1
VaR -1 día (95% conf.) (En mill.CNH)	3,3	3,4	16,8	3,3

### 5.3.4 Portafolio de TIPS

Durante la gestión 2012, siguiendo el proceso de diversificación de las reservas internacionales se efectuaron inversiones en bonos del Tesoro de Estados Unidos protegidos contra la inflación (TIPS), a través del Fondo ILF1 del Banco Internacional de Pagos BIS<sup>11</sup> por un valor de USD 500 millones.

Desde la apertura del portafolio el 2 de mayo al cierre de gestión, el valor de mercado del portafolio se incrementó en USD 11 millones principalmente por la disminución de las tasas de rendimiento de las notas del tesoro de Estados Unidos en los tramos largos de la curva (Gráfico N° 46).

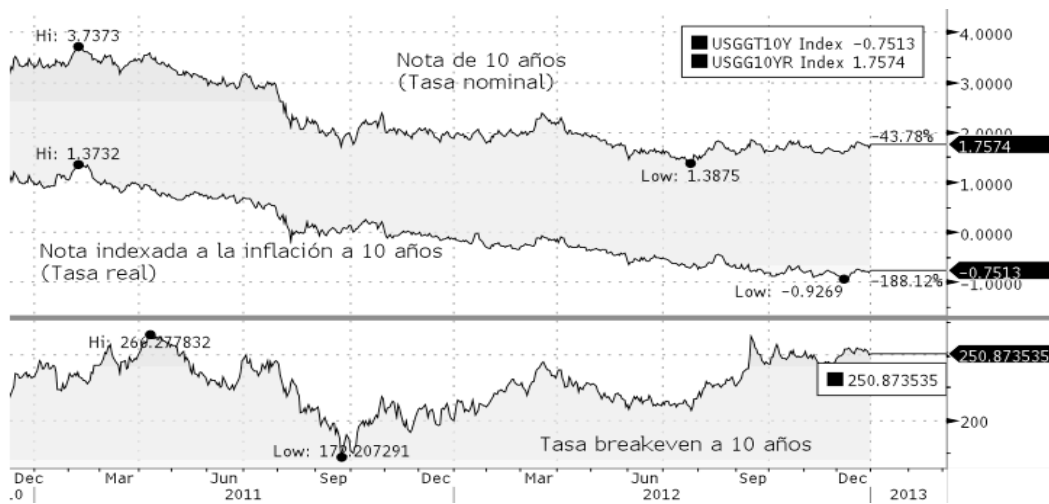
**Gráfico N° 46**  
**Valor de Mercado del Portafolio TIPS**  
**(En millones de USD)**



Durante el 2012 las tasas de retorno de las Notas del Tesoro y de las Notas indexadas a la inflación a 10 años disminuyeron, principalmente hasta el mes de julio. Asimismo, su diferencial representado por la tasa *breakeven* se incrementó por los estímulos al crecimiento de la economía de EE.UU. y de Europa y las mayores expectativas de inflación (Gráfico N° 47).

<sup>11</sup> El Fondo ILF1 del BIS está gestionado por Black Rock, PIMCO y State Street.

**Gráfico N° 47**  
**Rendimiento de bonos del tesoro nominal y real**



El rendimiento del portafolio TIPS desde mayo de 2012 fue de 2,20% con un ingreso de USD 11 millones. En el cuarto trimestre el retorno generado por el portafolio fue de USD 0,44% equivalente a USD 2,2 millones (Cuadro N° 16).

**Cuadro N°16**  
**Portafolio TIPS**  
**Retorno**

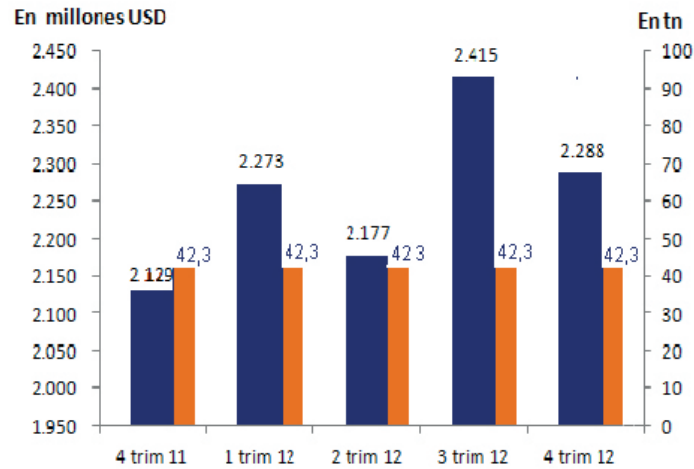
	2°-Trim-12	3°-Trim-12	4°-Trim-12	Gestión 2012
Port. TIPS	0,01%	1,74%	0,44%	2,20%
Benchmark . (Barclays 1-10 años)	0,10%	1,74%	0,45%	2,30%
Diferencia (En pb)	-9	0	-1	-10
Ingresos (En millones de USD)	0,1	8,7	2,2	11,0

### 5.4 Portafolio de Oro

Durante la gestión 2012 el Portafolio de Oro mantuvo sin varación su stock de 42,3 toneladas de oro; en lo que se refiere al valor de mercado el Portafolio de Oro se incrementó en USD 159 millones, pasando de USD 2.129 millones a USD 2.288 millones por el incremento en el precio del oro (Gráfico N° 48).

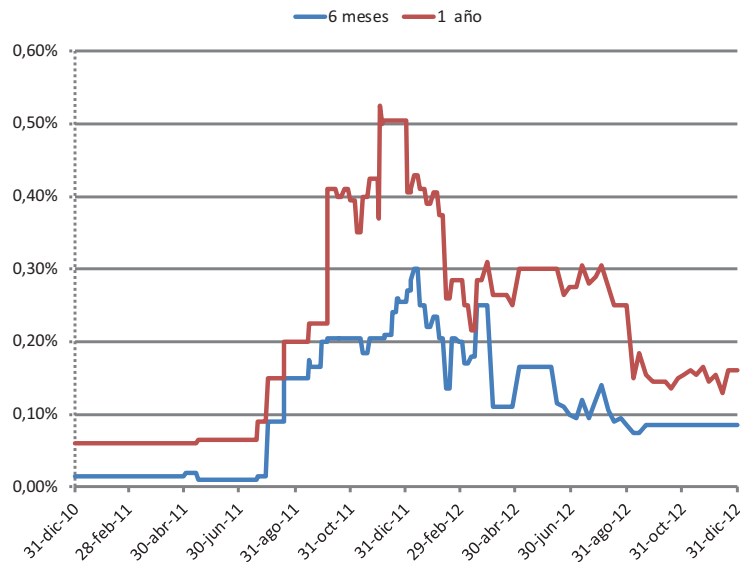


**Gráfico N° 48**  
**Valor de mercado del portafolio**  
**Equivalente en USD**



Durante la gestión 2012 las tasas ofrecidas por bancos para depósitos de oro disminuyeron por el exceso de liquidez en el mercado y la menor percepción de riesgo de este sector. Las tasas promedio de oro para depósitos de 6 y 12 meses disminuyeron de 0,27% y 0,41% a 0,09% y 0,13% respectivamente (Gráfico N° 49).

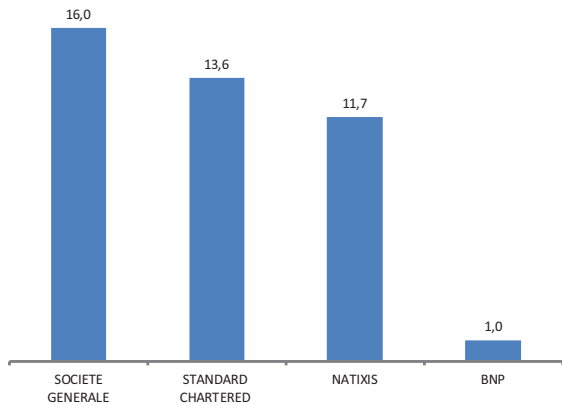
**Gráfico N° 49**  
**Tasas de interés de depósitos en oro**



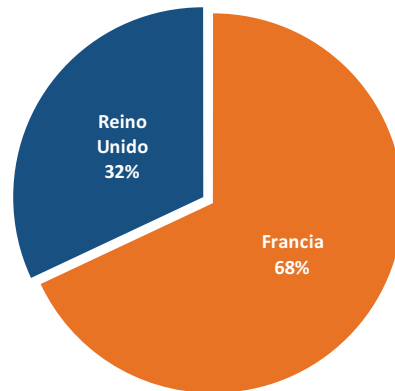
En este contexto de disminución de tasas, a partir del mes de abril se incrementó el plazo de las inversiones de 6 a 12 meses y se pactaron depósitos forward de una parte de los vencimientos.

La composición del portafolio de oro al 31 de diciembre del 2012, se encuentra diversificada en 4 bancos y 2 países con el 68% del portafolio en Francia y el restante 32% en el Reino Unido, como se muestra en los siguientes gráficos.

**Gráfico N° 50**  
Estructura del Portafolio de Oro por Emisor  
(En toneladas de oro)

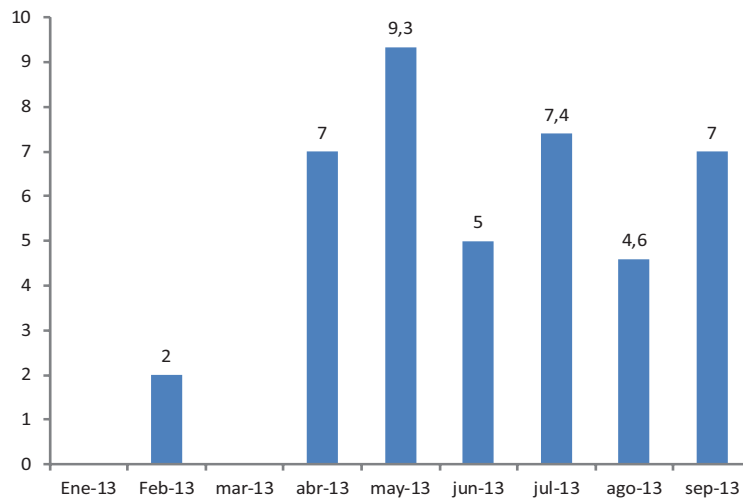


**Gráfico N° 51**  
Estructura del Portafolio de Oro por país



Los vencimientos del Portafolio de oro se encuentran concentrados en el primer semestre de 2012 con 23.3 toneladas y 19 toneladas en el segundo semestre (Gráfico N° 52).

**Gráfico N° 52**  
Estructura del Portafolio de Oro por vencimiento  
(en toneladas)



En la gestión 2012, las inversiones de las reservas de oro generaron un ingreso de USD 13,8 millones con una tasa de rendimiento de 0,59%. El retorno trimestral fue incrementándose de forma importante en la presente gestión debido al incremento en el plazo de las inversiones en este portafolio de 6 a 12 meses.

**Cuadro N°17**  
Portafolio Oro

	1°-Trim-12	2°-Trim-12	3°-Trim-12	4°-Trim-12	Gestión 2012
Rend. Port. Oro	0,10%	0,13%	0,17%	0,18%	0,59%
Ingresos (En mill. USD)	2,2	3,4	4	4,1	13,8

## **Recuadro 2: Compra de oro en el mercado local**

### **Normativa**

La Ley N° 175 de 11 de octubre de 2011, autoriza al Banco Central de Bolivia (BCB) a comprar oro en barras con destino al incremento de las reservas Internacionales de Oro.

El Decreto Supremo N° 1167 de 14 de marzo de 2012 reglamenta la Ley N° 175, para la compra de oro a las Empresas Mineras Estatales, estableciendo las condiciones, requisitos y procedimientos necesarios para la compra de oro por parte del BCB.

La Resolución de Directorio del Banco Central de Bolivia N° 046/2012 de 17 de abril de 2012, estableció las características, condiciones y procedimientos para la compra de las Empresas Mineras Estatales Corporación Minera de Bolivia (COMIBOL) a través de la Empresa Boliviana del Oro (EBO), de oro en barras destinado a las reservas internacionales.

El 11 de junio de 2012 se suscribió el Contrato de compra venta de oro entre COMIBOL y el BCB, estableciendo los términos contractuales de la compra-venta de barras de oro destinadas a reservas internacionales.

### **Características del oro**

El oro que compra el BCB destinado a reservas internacionales debe contar con las siguientes características:

- a) Fundido en barras
- b) Peso de cada barra entre 5 a 10 kilos
- c) Porcentaje de pureza mínima de cada barra del 90%.
- d) Cada barra deberá contar con un sello de identificación y un número correlativo.
- e) Certificado de pureza de oro de laboratorio acreditado.

### **Compras de oro destinado a reservas internacionales**

El 5 de septiembre de 2012 COMIBOL efectuó la primera venta de oro al BCB de 10 barras; posteriormente el 16 de septiembre de 2012 vendió al BCB 4 barras de oro.

El peso total de oro fino alcanza a 130 kilos equivalentes a USD 7 millones, de acuerdo al siguiente detalle:

NÚMERO DE BARRA	PESO TOTAL (EN GRAMOS) BCB 1	PORCENTAJE DE PUREZA SEGÚN CERTIFICADO (ALEX STEWART) 2	ORO FINO (EN GRAMOS) 1 * 2 = 3	EQUIVALENCIA EN OTF'S	MONTO EN USD
001	8.172,7	97,89%	7.999,9	257,20	436.339,80
002	9.161,7	97,77%	8.957,6	287,99	488.575,04
003	9.536,4	97,68%	9.315,2	299,49	508.084,79
004	9.373,3	97,68%	9.155,7	294,36	499.381,74
005	9.013,7	97,76%	8.812,0	283,31	480.635,42
006	9.786,5	97,74%	9.565,5	307,54	521.741,61
007	9.790,0	97,62%	9.557,2	307,27	521.283,56
008	9.476,1	97,72%	9.259,7	297,71	505.065,02
009	9.638,0	97,71%	9.417,6	302,78	513.666,27
010	9.674,8	97,64%	9.446,0	303,70	515.227,05
011	9.676,2	98,82%	9.562,0	307,43	534.067,40
012	9.677,9	99,20%	9.600,4	308,66	536.204,15
013	9.785,5	99,07%	9.694,8	311,70	541.485,24
014	9.655,8	99,12%	9.570,5	307,70	534.536,44
	132.418,6	98,10%	129.914,1	4.176,840	7.136.293,53

En la gestión 2013 este oro comprado será refinado en el exterior para lograr el estándar de "buen entrega" (London Good Delivery Bar) e invertirlo.

## 6. Cumplimiento de Normas y Límites

El Departamento de Control de Inversiones certifica que durante la gestión de 2012 en todas y cada una de las inversiones de las reservas internacionales se cumplieron las normas, límites y lineamientos de inversión establecidos por el Directorio del BCB y por el Comité de Reservas Internacionales (CRI).

En lo que respecta a la normativa en la inversión de las reservas internacionales, durante la gestión 2012 se efectuaron las siguientes modificaciones:

El 27 de enero, debido a la disminución de calificación de España el Comité de Reservas Internacionales definió mantener las inversiones en España (USD850 millones) hasta su vencimiento.

En fecha 15 de marzo de 2012, el Comité de Reservas Internacionales autorizó la inversión en yuanes renminbis.

En fecha 24 de abril de 2012, el Directorio del BCB estableció en A la calificación mínima de riesgo crediticio soberano posibilitando realizar inversiones en España, país que había dejado de ser elegible para efectuar inversiones en enero de 2012 debido a una caída en su calificación crediticia. Sin embargo, en fecha 26 de abril de 2012, la agencia Standard & Poor's disminuyó nuevamente la calificación de España de A a BBB+, por lo que se excluyó nuevamente a este país como país elegible para efectuar inversiones y aquellas que hasta esa fecha se habían realizado se mantienen a vencimiento por decisión del Comité de Reservas Internacionales.

El 3 de abril de 2012 mediante Acta N°015/2012 el Directorio del BCB autorizó la inversión de hasta USD 500 millones en títulos protegidos contra la inflación (TIPS) mediante el Fondo de Inversión (BISIP Series ILF1) del Banco Internacional de Pagos (BIS). El 26 de junio el Directorio aprobó las modificaciones al Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales considerando estas inversiones.

El 4 de diciembre de 2012 el Directorio aprobó la estructura estratégica de activos (EEA) para la gestión 2013 por la que se autoriza la inversión en mercados emergentes, en un Portafolio Activo de Monedas, incrementar las inversiones en yuanes renminbis e ingresar en el Programa RAMP del Banco Mundial.



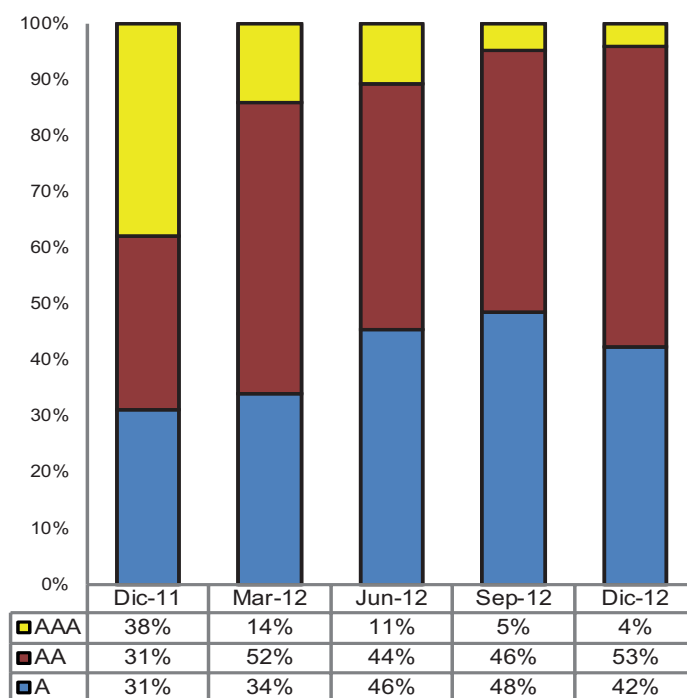
# 7. Gestión de Riesgos Financieros

## 7.1 Riesgo crediticio

### 7.1.1 Composición por calificación de riesgo crediticio

Durante la gestión 2012 la calidad crediticia de las inversiones se mantuvo alta; los cambios más importantes fueron la disminución de calificación de riesgo crediticio soberano de Francia de AAA a AA+ el 13 de enero de 2012 y el aumento de calificación de la Corporación Andina de Fomento de A+ a AA- el 19 de diciembre de 2012. Las inversiones AAA disminuyeron de 38% a 4% en un año y las inversiones AA y A incrementaron en 22% y 11% respectivamente (Gráfico N° 53).

Gráfico N° 53  
Total Reservas Internacionales  
Composición por calificación crediticia<sup>12</sup>



### 7.1.2 Cambios en calificación crediticia de las contrapartes del BCB

En la gestión 2012, Standard & Poor's disminuyó las calificaciones crediticias de Francia y España entre otros países de la Zona Euro y en consecuencia de sus agencias de gobierno y entidades bancarias.

En lo que refiere a las inversiones del BCB, desde inicio de gestión 2 países, 6 bancos, 3 agencias y 1 entidad supranacional disminuyeron su calificación crediticia, en tanto que la Corporación Andina de Fomento aumentó su calificación crediticia tal como se observa en los cuadros N° 18 y N° 19.

<sup>12</sup> La calificación crediticia A incluye inversiones en entidades que, durante la gestión, disminuyeron de calificación de riesgo crediticio por debajo de este nivel después de efectuadas las inversiones, por lo que el Comité de Reservas Internacionales decidió mantenerlas a vencimiento. Estas entidades son Clydesdale Bank, Instituto de Crédito Oficial y Banco Santander.

**Cuadro N° 18**  
**Entidades y países que disminuyeron su calificación crediticia**  
**Gestión 2012**

Entidad /País	País	Calificación de Largo Plazo		Fecha de último cambio
		DE	A	
<b>Bancos</b>				
Natixis	Francia	A+	A	23-ene-12
Societe Generale	Francia	A+	A	23-ene-12
Banco Santander S.A.	España	AA-	BBB	15-Oct-12
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A.	España	A+	BBB-	16-Oct-12
BNP Paribas	Francia	AA-	A+	25-Oct-12
Fortis Bank S.A/N.V.	Francia	AA-	A+	25-Oct-12
<b>Agencias</b>				
CADES	Francia	AAA	AA+	17-ene-12
CDC	Francia	AAA	AA+	23-ene-12
Instituto de Crédito Oficial	España	AA-	BBB-	16-Oct-12
<b>Supranacional</b>				
Fondo Europeo de Estabilidad Financiera		AAA	AA+	16-ene-12
<b>Países</b>				
Francia		AAA	AA+	13-ene-12
España		AA-	BBB-	10-Oct-12

Fuente: Agencia calificadoradora de riesgo crediticio Standard & Poor's

**Cuadro N° 19**  
**Entidades que aumentaron su calificación crediticia**  
**Gestión 2012**

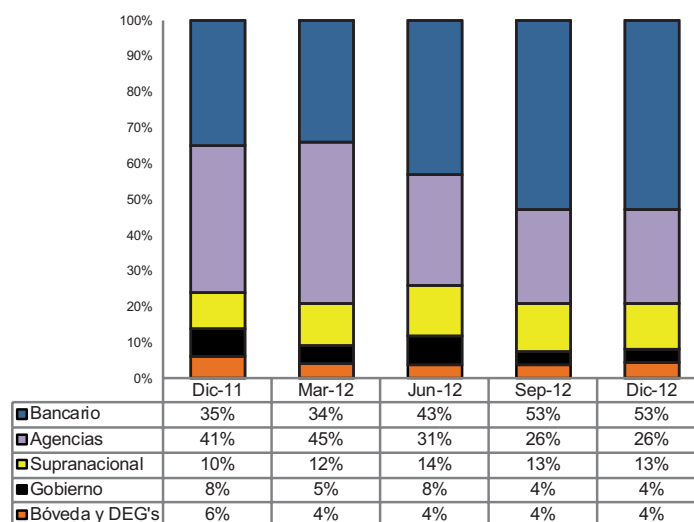
Entidad /País	País	Calificación de Largo Plazo		Fecha de último
		DE	A	
<b>Supranacional</b>				
Corporación Andina de Fomento		A+	AA-	19-Dec-12

### 7.1.3 Composición por sector

En el año 2012 se incrementó la exposición al sector bancario de 35% a 53% y en el sector supranacional de 10% a 13% debido a las bajas tasas de interés en el sector soberano, las inversiones en el sector soberano alcanzaron a 4% de las reservas internacionales debido a las inversiones en el Fondo del BIS que se encuentra invertido en títulos de Estados Unidos indexados a la inflación, en consecuencia disminuyeron las inversiones en títulos de gobierno y agencias soberanas (Gráfico N° 54).



**Gráfico N° 54**  
**Composición del total de Reservas Internacionales por sector de inversión**

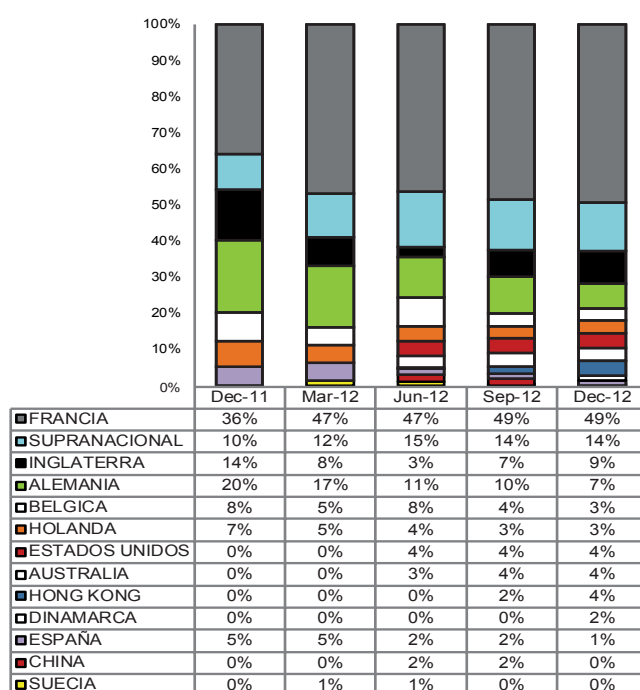


Por otra parte, dentro de cada sector se mantuvieron niveles adecuados de diversificación. A diciembre de 2012 la exposición por banco no superó el 5% y las inversiones por agencia y por entidad supranacional no superaron el 15% de las reservas monetarias internacionales.

#### 7.1.4 Composición por país

Al 31 de diciembre de 2012, el 49% de las Reservas Internacionales se encuentran invertidas en Francia, el 9% en Inglaterra y el 7% en Alemania. Durante la gestión se incrementaron inversiones en Australia, Hong Kong, China y Dinamarca logrando una mayor diversificación tal como se observa en el siguiente gráfico:

**Gráfico N° 55**  
**Composición del total de Reservas Internacionales por país**



(\*) No incluye Bóveda y DEG's

### **Recuadro N° 3: Riesgo crediticio soberano en la inversión de las reservas internacionales**

El riesgo crediticio es la posibilidad de sufrir una pérdida como resultado de un deterioro en la calidad crediticia o de un incumplimiento de pagos de una contraparte. El BCB tiene como contrapartes de inversión de sus reservas internacionales a gobiernos, agencias gubernamentales, entidades supranacionales y bancarias.

Una de las formas para medir este riesgo son las calificaciones crediticias que son opiniones que emiten las Agencias Calificadoras de Riesgo en función a metodologías de análisis propias y a la evaluación de aquellos factores que afecten a la capacidad de pago del emisor de deuda, entre ellos su estrategia, perspectivas de corto y largo plazo, el entorno sectorial y diferentes ratios financieros.

Las calificaciones crediticias de las deudas de corto y largo plazo reconocidas internacionalmente son las que proveen las agencias calificadoras de riesgo crediticio: Moody's Investors Service (Moody's), Fitch Solutions Inc.(Fitch) y Standard & Poor's (S&P). Adicionalmente reportan eventos e indicadores que alertan sobre un posible cambio en la calidad crediticia de las contrapartes de inversión.

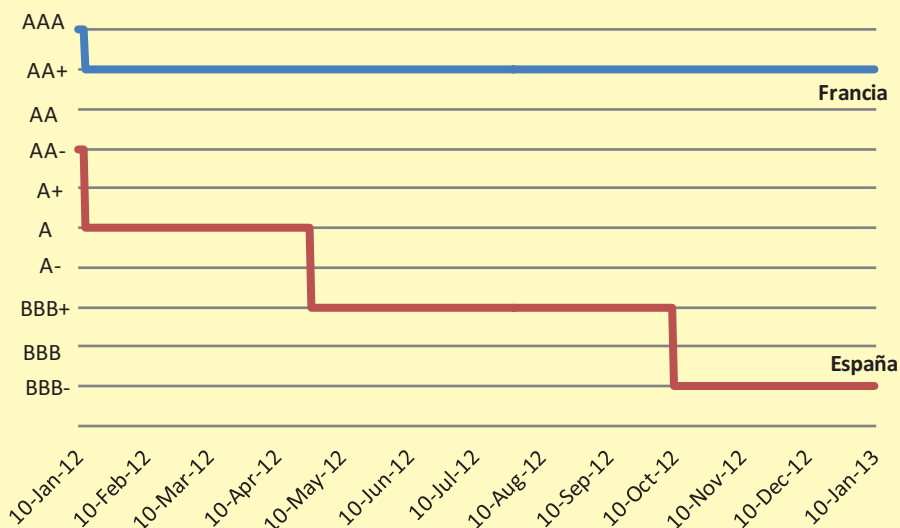
Para limitar este riesgo, el Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales del BCB establece una calificación crediticia, que debe ser igual o mayor a A. La escala con mayor capacidad de pago llamada "grado de inversión" cuenta con cuatro grupos de riesgo que en orden descendente son: AAA, AA, A, BBB y por tanto, con bajos niveles de incumplimiento (históricamente menos de 1% del total de emisores calificados).

El BCB no autoriza inversiones en entidades calificadas en grado especulativo o de menor capacidad de pago que están calificadas dentro de uno de los siguientes grupos BB, B, CCC, CC, C en razón de que históricamente existe una mayor probabilidad de que no cumplan con sus obligaciones.

#### **- Países en los cuales el BCB tiene inversiones**

La incertidumbre con relación al desempeño y la recesión económica en la Zona Euro se mantuvo durante la gestión 2012, incrementando el riesgo crediticio soberano particularmente a mediados de la gestión, lo que se tradujo en un deterioro de la calidad crediticia de países como España y Francia (Gráfico N°R3). Debido a estas disminuciones de calificaciones se dejaron de efectuar inversiones en España a partir de abril de 2012 dado que su calificación había disminuido por debajo de la calificación exigida por el Directorio del BCB.

**Gráfico N° R3**  
**Disminución de calificación**  
**Gestión 2013**



Por otra parte, como resultado de la disminución en la calificación de Francia AAA a AA+, las agencias y bancos franceses ofrecieron mayores tasas de interés, por lo que las inversiones en este país se incrementaron con limitaciones en el monto por contraparte y en el plazo de cada inversión.

Las inversiones y la calificación crediticia de cada uno de los países donde se mantuvieron posiciones al 31 de diciembre de 2012 se presentan en el Cuadro N°R2, tal como se puede observar la calidad crediticia de los países elegibles para efectuar inversiones se mantienen en un nivel alto.

**Cuadro N° R2**  
**Calificación de las inversiones en riesgo soberano por país**

País	Calificación de riesgo crediticio soberano según S&P	Perspectiva(*)	Monto invertido al 31-Dic-12 (Millones de USD)
Francia	AA+	Negativa	6.574
Reino Unido	AAA	Negativa	1.200
Alemania	AAA	Estable	901
Hong Kong	AAA	Estable	558
Australia	AAA	Estable	473
Holanda	AAA	Negativa	460
Bélgica	AA	Negativa	460
Dinamarca	AAA	Estable	202
España <sup>(1)</sup>	BBB-	Negativa	125
Estados Unidos	AA+	Negativa	97
<b>TOTAL</b>			<b>11.049</b>

\*) La perspectiva indica la expectativa de un posible cambio en la calificación crediticia. "Negativa" indica que la baja en la calificación podría ocurrir en un horizonte de 12 a 24 meses y "Estable" indica que la calificación no se modificaría en el mismo periodo.

(1) España tenía una calificación de riesgo soberano de A y disminuyó hasta BBB- después de efectuadas las inversiones en este país.

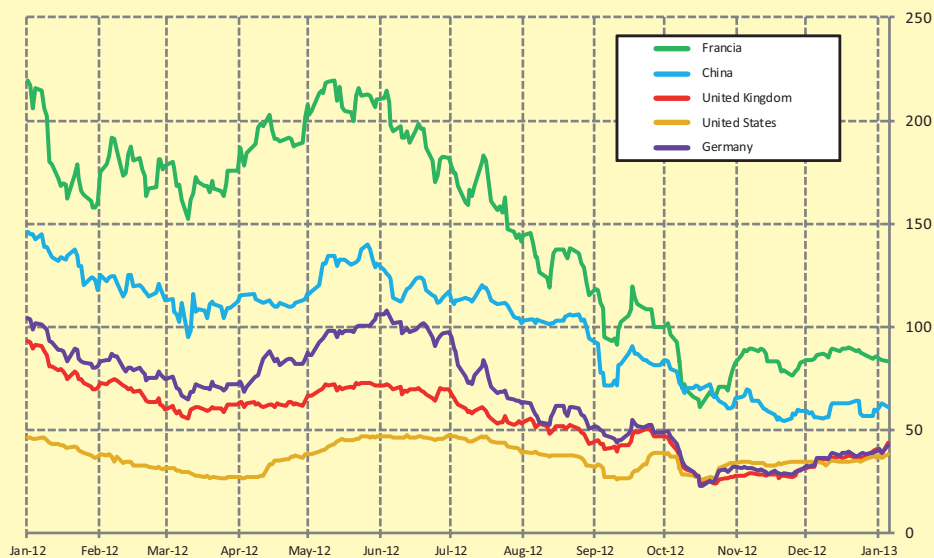
El monitoreo del riesgo soberano se efectúa mediante el seguimiento de las calificaciones crediticias y las perspectivas de las agencias calificadoras de riesgo crediticio; en caso de que la perspectiva indique una posible baja de calificación, se revisa la probabilidad de ocurrencia de este evento y el periodo en el cual podría tener efecto (entre 6 a 24 meses); por otra parte se efectúa el seguimiento diario de otros indicadores de mercado tales como los diferenciales entre las tasas de interés y los Credit Default Swaps (CDS)<sup>13</sup> cuyo incremento es un indicador de mayor riesgo crediticio.

Como se observa en el Cuadro N°R2 debido a la crisis en la Zona Euro se optó por una mayor diversificación invirtiendo en otros mercados tales como China y Hong Kong cuya calificación crediticia es alta y mantienen una perspectiva estable, es decir, con una probabilidad mínima de disminución o deterioro.

En la gestión 2012 no se registraron incumplimientos de pagos por parte de ninguna contraparte y las inversiones de las reservas internacionales mantienen una alta calidad crediticia.

Durante el último trimestre de 2012 se observó una menor percepción del riesgo crediticio por parte de los inversionistas, es decir los niveles de los márgenes de los Credit Default Swaps a 5 años de los países donde el BCB mantiene inversiones disminuyeron de forma importante alcanzando niveles menores a los 100 p.b. tal como se observa en el Gráfico N° R4.

**Gráfico N° R4**  
**Márgenes de los Credit Default Swaps a 5 años**



Fuente: Bloomberg

<sup>13</sup> Los Credit Default Swaps son instrumentos financieros de cobertura de riesgos dentro de los derivados de crédito. El seguimiento de sus márgenes permiten monitorear la percepción del riesgo crediticio por parte de los inversionistas.

## **- Perspectivas**

### ***Zona Euro***

A pesar de las revisiones a la baja de las proyecciones de crecimiento de la Zona Euro publicadas por Standard & Poor's el pasado septiembre de 2012, se espera cierta recuperación de la demanda internacional para los productos de la Zona en el primer trimestre de 2013 y una ligera disminución del riesgo de un menor crecimiento económico; según la Agencia, la probabilidad de que la recesión se extienda a 2014 disminuyó de 40% a 33%.

### ***Estados Unidos***

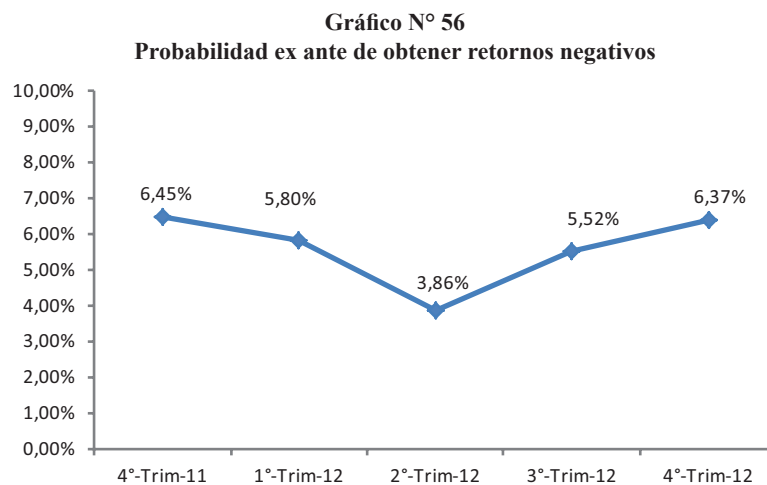
El denominado abismo fiscal (fiscal Cliff) de Estados Unidos agregó volatilidad a los mercados financieros durante el último trimestre de 2012. El acuerdo político con relación al incremento de impuestos y la reducción de gastos de este país alcanzado el 1° de enero de 2013 ha mitigado sustancialmente una fuente de riesgo de recesión inducida por el factor político, el riesgo de recesión para los siguientes 12 meses disminuyó de 15-20% a 10-15% aunque aún existen temas pendientes con relación a la política fiscal y presupuestaria siendo, el factor económico, el factor clave para mantener el perfil crediticio de este país.

## 7.2 Riesgo de mercado

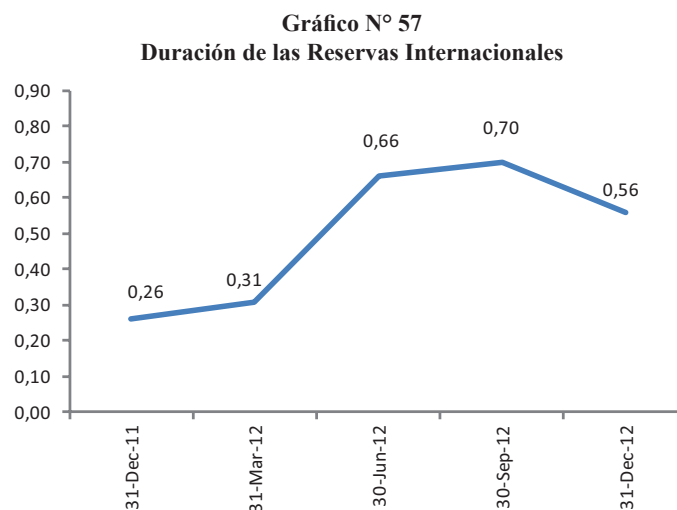
Considerando la estructura promedio de las reservas internacionales se estimó la probabilidad de generar pérdidas en la inversión de las reservas internacionales tomando en cuenta las variaciones, a inicio de cada trimestre, de los precios de mercado de los títulos, de las cotizaciones de las monedas y del oro en los cuales se tienen inversiones.

Realizadas 10.000 simulaciones con los datos históricos de los comparadores referenciales, para el cuarto trimestre se obtuvo que la probabilidad ex-ante de obtener pérdidas en 1 año es de 6,4% es decir existe una probabilidad de 93.6% de no generar pérdidas en 1 año.

Como se puede observar en el siguiente gráfico, el riesgo global de las inversiones de las reservas internacionales se incrementó ligeramente en el último trimestre debido a una mayor volatilidad del precio del oro y de las cotizaciones del dólar canadiense y de los DEG's.



A diciembre de 2012, la duración de las reservas internacionales ascendió a 0,56 años equivalente a 7 meses. Con relación a la gestión pasada, la duración se incrementó debido a las inversiones en títulos indexados a la inflación que son de mediano plazo. A pesar de este incremento, las inversiones en promedio continúan siendo de corto plazo –vencimiento promedio menor a 1 año–, por lo que el riesgo de perder por un movimiento adverso en las tasas de interés es mínimo (Gráfico N° 57).



### 7.3 Riesgo operativo

El riesgo operativo es la probabilidad de generar pérdidas como resultado de procedimientos inadecuados o fallas de los procesos internos, personas, sistemas o eventos externos.

La gestión del riesgo operativo en la administración de las reservas internacionales considera entre sus aspectos fundamentales la segregación de funciones entre las áreas que participan en la inversión de las reservas internacionales, es decir que exista independencia entre las áreas que ejecutan las negociaciones y las que reportan la evaluación y efectúan el control.

Los riesgos operativos en la inversión de las reservas internacionales se encuentran debidamente controlados y gestionados. Durante la gestión 2012, se efectuó una revisión de los mapas de riesgo del área, es decir, de aquellos eventos operativos susceptibles de generar pérdidas o interrupciones en las principales funciones del área; se revisaron las causas de las mayores interrupciones en el funcionamiento de los sistemas y se optimizaron los procedimientos de control y verificación de base de datos e información.

Se optimizaron los procedimientos de control de la negociación y ejecución de las inversiones de las reservas internacionales mediante la automatización del 95% de las operaciones relacionadas con la negociación, ejecución y control de las inversiones.

Se desarrollaron planes de contingencia mediante la obtención de un acceso alternativo a internet de forma que asegure la continuidad de operaciones y el funcionamiento adecuado de los sistemas para cuyo funcionamiento se utiliza este servicio.

Periódicamente se efectúa la revisión de los procesos y procedimientos operativos para detectar posibles eventos y elaborar planes de acción preventivos que aseguren la continuidad de operaciones en la inversión de las reservas internacionales.

La gestión del riesgo operativo es muy importante para las funciones de banca central; en este contexto se tiene un programa de cooperación entre bancos centrales impulsado por el Banco Central de Brasil para optimizar la gestión de los riesgos financieros incluyendo el riesgo operativo. Con este programa y la colaboración del Banco Central de Brasil, el BCB está desarrollando un proyecto de sistematización para la identificación, monitoreo y control de los riesgos operativos. Este proyecto consiste en la implementación y configuración de una plataforma denominada Zeus, que permite integrar información de mercado, bases de datos y sistemas contables para la ejecución de operaciones de banca central. Además, el proyecto permitirá la implementación de sistemas de contingencia como parte de la continuidad de las operaciones.

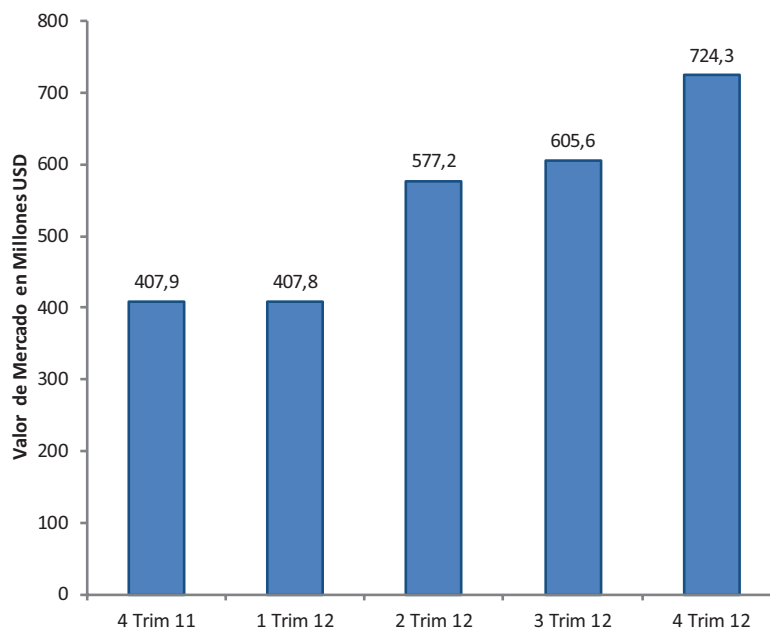




## 8. Portafolio RAL-ME

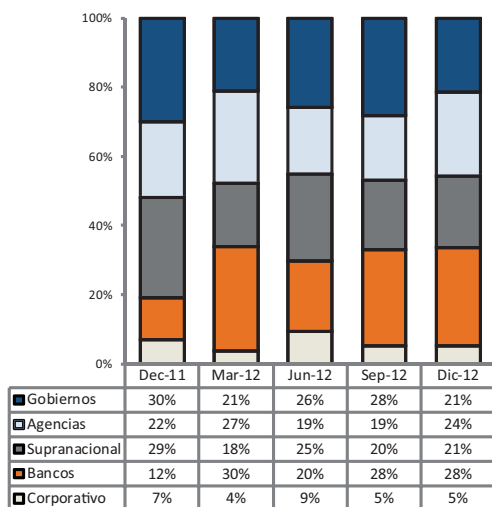
El valor del portafolio del Fondo RAL-ME, administrado por Amundi Asset Management (Francia) y Allianz Global Investors (Alemania) llegó a USD 724,3 millones con un incremento de USD 316,4 millones, como resultado del incremento de la tasa de encaje legal en moneda extranjera (Gráfico N° 58).

**Gráfico N° 58**  
Evolución del Portafolio RAL ME  
(en millones de USD)

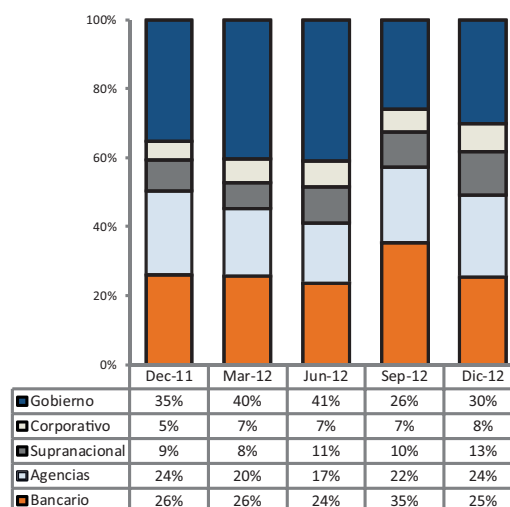


El administrador delegado Amundi, durante la gestión 2012 tuvo una estrategia de inversión menos conservadora, disminuyendo sus posiciones en títulos de gobierno y agencias e incrementando su exposición en bancos de 12% a 28% (Gráfico N° 59).

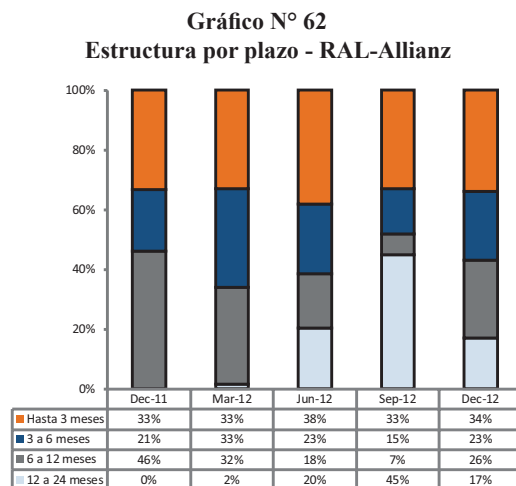
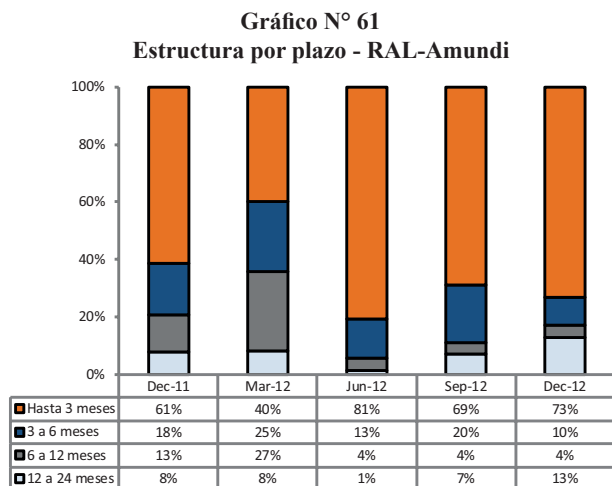
**Gráfico N° 59**  
Estructura por sector - RAL-Amundi



**Gráfico N° 60**  
Estructura por sector - RAL-Allianz



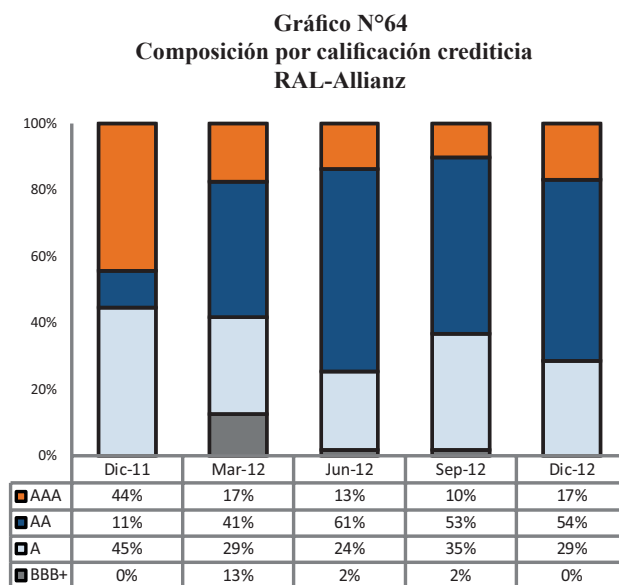
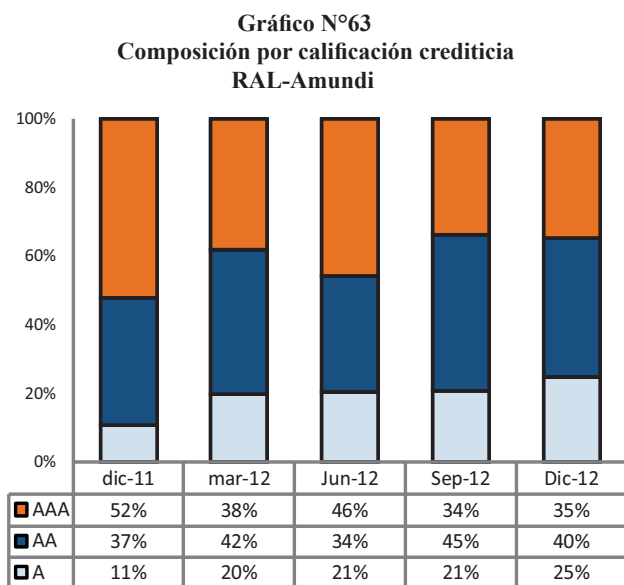
Por su parte, el administrador delegado Allianz mantuvo su exposición en el sector bancario, incrementando levemente su exposición al sector corporativo y supranacional con una disminución de los gobiernos (Gráfico N° 60).



En cuanto al plazo de inversión, el Administrador Amundi matuvo las inversiones del portafolio en los tramos cortos de la curva con vencimientos de 0 a 3 meses llegando a una participación de 73% al final de la gestión, aunque durante el último trimestre se incrementaron las inversiones en el tramo de 12 a 24 meses llegando a 13% del portafolio principalmente por las bajas tasas de interés (Gráfico N° 61).

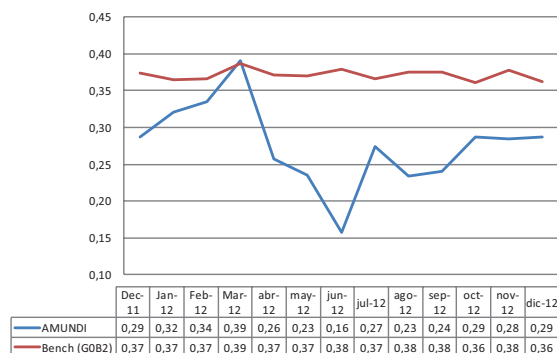
Por el contrario, el administrador delegado Allianz incrementó los vencimientos en los tramos de 12 a 24 meses principalmente durante el tercer trimestre (Gráfico N° 62).

Debido a la reducción de calificación crediticia de Francia y sus agencias, el Portafolio administrado por Amundi disminuyó su exposición a AAA de 51% a 35% incrementando las categorías AA de 36% a 40% y A de 13% a 25%. De la misma manera, Allianz disminuyó sus posiciones AAA de 44% a 17% e incrementó su exposición de AA de 11% a 54%. (Gráficos N° 63 y 64).

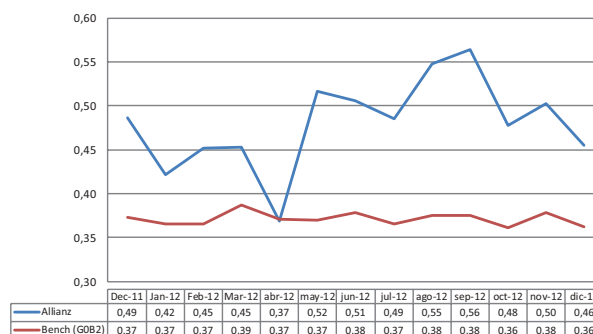


Durante la gestión 2012, la duración del portafolio gestionado por Amundi se mantuvo por debajo de la duración del benchmark, a diciembre de 2012 esta duración asciende a 0,29 años equivalente a 3.5 meses de vencimiento promedio; en cambio la duración del portafolio administrado por Allianz se mantuvo por encima de la duración del comparador aunque con una disminución en el 3er trimestre.

**Gráfico N° 65**  
**Duración Ral-Amundi**



**Gráfico N° 66**  
**Duración Ral-Allianz**



En la gestión, Allianz obtuvo un retorno de 1.15%, 100 p.b. por encima del comparador generando ingresos por USD 3 millones y Amundi rindió 0,60%, 45 p.b más que el benchmark equivalente a USD 1,6 millones.

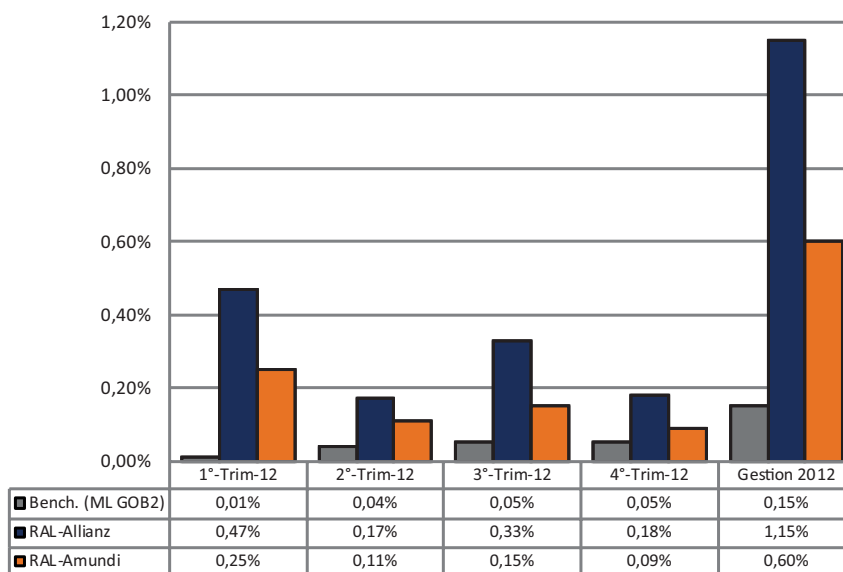
**Cuadro N° 20**  
**Rendimiento del Fondo RAL-ME por Administrador Delegado**

	Gestión 2012		
	RAL - Allianz	Portafolio RAL - Amundi	Total Fondo RAL ME (*)
Portafolio	1,15%	0,60%	0,88%
Benchmark (GOB2)	0,15%	0,15%	0,15%
Diferencia (En pb)	100	45	73
Ingresos (En miles USD)	2.975,42	1.563,82	4.539,24

(\*) Incluyendo los ingresos por préstamo de valores

Los retornos del Fondo RAL durante el primer trimestre de 2012 fueron superiores al resto de los trimestres, este hecho es explicado por la disminución de tasas de rendimiento en los siguientes trimestres que afectaron de manera negativa los rendimientos del portafolio; sin embargo a pesar del panorama de bajas tasas de interés y volatilidad registrada en la Zona Euro, la evolución de los retornos del Fondo RAL-ME fueron superiores a los del Benchmark.

**Gráfico N° 67**  
**Desempeño del Portafolio RAL ME**  
**Retorno trimestral**



---

# 9. Perspectivas para la Gestión 2013

Para la gestión 2013, se espera que continúe el deterioro del crecimiento en los países de la Zona Euro y mejore de forma moderada el crecimiento en Estados Unidos y China, aunque con una lenta recuperación del empleo, lo que mantendría la continuidad en las políticas expansivas manteniendo bajas las tasas de interés. Asimismo, se espera que el riesgo crediticio en el sector bancario se mantenga controlado con una leve tendencia a disminuir.

En este contexto, el BCB continuará diversificando las reservas internacionales con inversiones en renminbis chinos, mercados emergentes con altas calificaciones de riesgo crediticio y la administración delegada de una parte de las reservas.

Respecto al nivel de reservas internacionales, se tendrá una disminución en el primer semestre del año por la transferencia de USD 1.200 millones para la constitución del Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO) aprobado por Ley N° 232 ; esta disminución podría ser compensada en la gestión 2013 con mayores ingresos netos de fondos.



# Glosario de Términos

## **Agencias de gobierno**

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

## **Break Even**

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

## **Capital de Trabajo**

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

## **Capital de Inversión**

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

## **Certificado de Depósito**

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

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

Es un portafolio referencial contra el cual se compara el retorno y el riesgo de la inversión de portafolios similares, son elaborados por instituciones de alta credibilidad y prestigio internacional como Bank of América Merrill Lynch, JPMorgan o Citigroup y son utilizados por

los Bancos Centrales y otros inversionistas para medir su gestión.

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

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

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

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

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

### **a) Seguridad**

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

### **b) Preservación de Capital**

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

### **c) Liquidez**

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

### **d) Diversificación**

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

### **d) Rendimiento**

Una vez cumplidos los anteriores criterios, con

la inversión de las reservas internacionales se obtienen ganancias por intereses o ganancia de capital.

**Cupón**

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

**Depósitos a plazo fijo**

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

**Depósitos overnight**

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

**Duración**

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

**Emisiones supranacionales**

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

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

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

**Ingresos**

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

**Portafolio**

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

**Portafolio de Liquidez**

Portafolio que forma parte del Capital de Inversión, en el cual se realizan inversiones en emisiones de gobierno, agencias de gobierno, emisiones bancarias y de organismos supranacionales.

Este Portafolio cuenta con una alta liquidez de mercado, permitiendo transferir fondos al Capital de Trabajo en forma inmediata.

**Portafolio de Oro**

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

**Portafolio Euro**

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

**Producto Interno Bruto (PIB)**

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

**Puntos básicos**

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

**Rating crediticio**

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

**Remesa de efectivo**

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

**Rendimiento**

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

**Reservas Internacionales**

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



**Reservas Internacionales Netas**

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

**Reservas Monetarias Internacionales**

Son las reservas internacionales del BCB excluido el oro.

**Riesgo**

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

**Riesgo cambiario**

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

**Riesgo Crediticio**

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

**Riesgo de Concentración**

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

**Riesgo de mercado**

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

**Riesgo de liquidez**

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

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

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

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

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

**Treasury Bill**

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

**Treasury Inflation Protected Securities (TIPS)****Títulos Valores del Tesoro Protegidos contra la Inflación**

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



# Abreviaciones

<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, si no en Hong Kong.
<b>COMIBOL</b>	Corporación Minera de Bolivia
<b>CRI</b>	Comité de Reservas Internacionales
<b>DCI</b>	Departamento de Control de Inversiones
<b>DEG</b>	Derecho Especial de Giro
<b>FMS</b>	Agencia alemana FMS Wertmanagement
<b>ICO</b>	Agencias española Instituto de crédito oficial
<b>EEUU</b>	Estados Unidos de Norteamérica
<b>EAA</b>	Estructura estratégica de activos
<b>EBO</b>	Empresa Boliviana del Oro
<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>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>FED</b>	Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos de Norteamérica (Banco Central de EEUU)
<b>FMI</b>	Fondo Monetario Internacional
<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