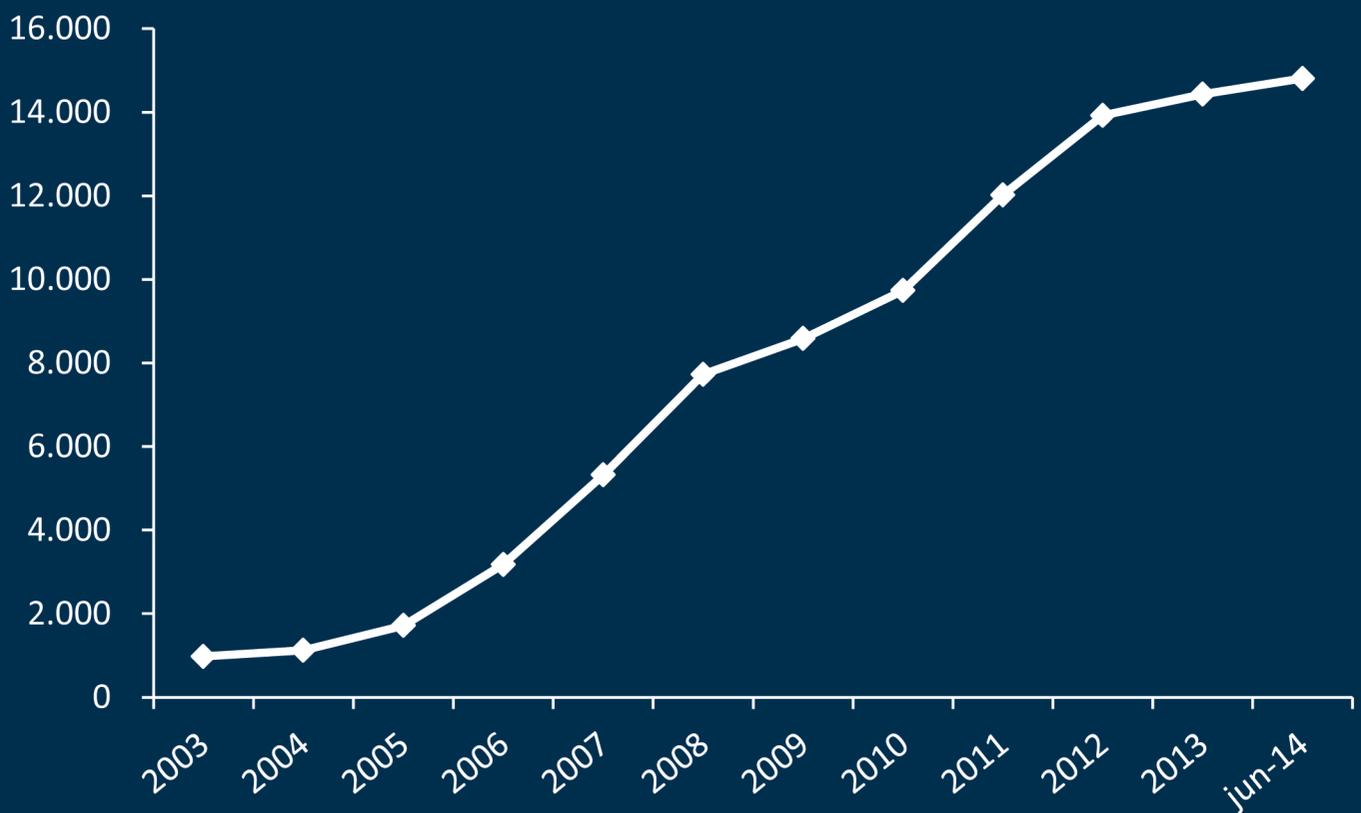


# ADMINISTRACIÓN *de las* RESERVAS INTERNACIONALES

PRIMER SEMESTRE 2014



**Banco Central de Bolivia**

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

---

PRIMER SEMESTRE 2014

**Banco Central de Bolivia**

Gerencia de Operaciones Internacionales



# Índice

1.	RESUMEN EJECUTIVO .....	5
2.	EVOLUCION DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DEL BCB .....	6
2.1.	Variación de las reservas internacionales netas .....	6
2.2.	Flujo en el exterior de ingresos y egresos de las Reservas Internacionales .....	7
2.3.	Ratios de Cobertura de las Reservas Internacionales .....	8
3.	ESTRUCTURA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES .....	9
3.1.	Estructura por Portafolio .....	9
3.2.	Estructura por moneda y metales .....	9
4.	GESTION Y RESULTADOS DE LA INVERSION DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES .....	11
4.1.	Entorno internacional.....	11
4.2.	Capital de Trabajo, Capital de inversión y oro: estrategias, rendimiento obtenido y su comparación con benchmarks.....	19
4.2.1.	Capital de Trabajo .....	19
4.2.2.	Capital de Inversión.....	20
4.2.2.1.	Portafolio de Liquidez.....	20
4.2.2.2.	Portafolio Euro .....	22
4.2.2.3.	Portafolio Global .....	24
4.2.2.3.1.	Inversiones en dólares australianos.....	24
4.2.2.3.2.	Inversiones en dólares canadienses.....	26
4.2.2.3.3.	Inversiones en Renminbis Chinos.....	28
4.2.2.4.	Portafolio de TIPS.....	30
4.2.2.5.	Portafolio RAMP .....	33
4.2.3.	Portafolio Oro .....	35
4.3.	Resultados de la inversión de las Reservas Internacionales.....	37
5.	GESTIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS.....	39
5.1	Riesgo crediticio .....	39
5.1.1	Composición por calificación de riesgo crediticio.....	39
5.1.2	Composición por sector.....	39
5.1.3	Composición por país.....	40
5.2	Riesgo de mercado.....	41
6	DESEMPEÑO DEL PORTAFOLIO FINPRO .....	43
7	PERSPECTIVAS PARA EL SEGUNDO SEMESTRE DE 2014.....	44
	GLOSARIO DE TÉRMINOS .....	45
	ABREVIACIONES .....	49



# 1. RESUMEN EJECUTIVO

Al 30 de junio de 2014 las Reservas Internacionales Netas alcanzaron USD 14.808,9 millones, con un incremento de USD 378,8 millones respecto a diciembre de 2013, debido principalmente a los ingresos provenientes por la exportación de gas natural de Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB).

La composición de las Reservas Internacionales en monedas y metales, al 30 de junio de 2014, mostró una participación del dólar estadounidense de 68,2%, seguido por el oro con 12,3 % y el euro con 10,7%; las demás monedas en conjunto representan el 7,1% (dólar canadiense, dólar australiano y renmimbi chino)

Durante el primer semestre de 2014, el entorno internacional estuvo influenciado por la desaceleración de la economía de EE.UU. a causa de los efectos negativos del invierno durante el primer trimestre, los bajos niveles de inflación en la Zona Euro que generaron una disminución de tasas por parte del Banco Central Europeo (BCE) y una mejora en el crecimiento de China, eventos que hicieron que disminuyan las tasas de interés de los bonos del Tesoro de EE.UU. en el tramo largo de la curva.

La estrategia de inversión de las reservas internacionales durante el primer semestre, privilegió los tramos menores a un año, en emisiones con alta calidad crediticia y con diversificación en contrapartes supranacionales, de gobierno y del sector bancario.

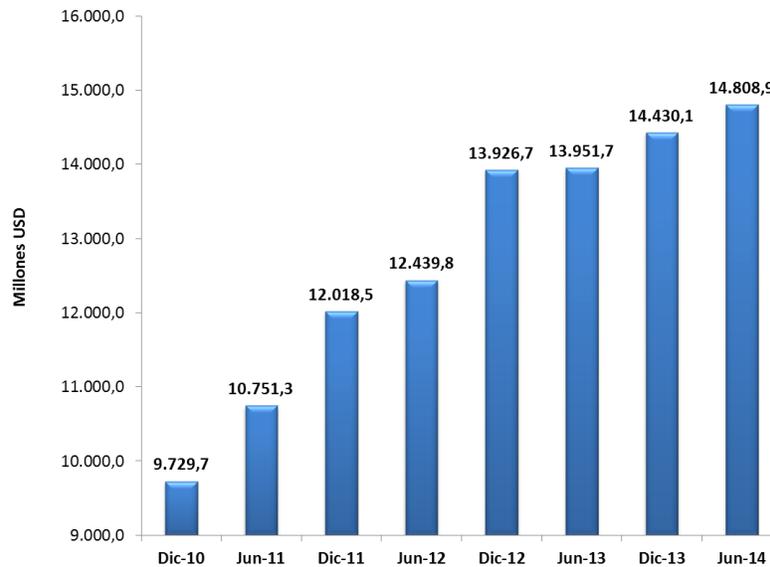
El retorno de las inversiones al finalizar el primer semestre fue de 0,52% con un ingreso de USD 73 millones. Parte de estos ingresos (USD 11,2 millones) fueron transferidos al TGN para el pago del Bono Juana Azurduy, beneficiando a mujeres embarazadas y niños y niñas menores a 2 años.

Para el segundo semestre, se espera que el crecimiento de EE.UU. y la Zona Euro mejore moderadamente, manteniéndose la reducción del programa de compra de títulos de la Reserva Federal (FED) y las políticas de incentivos del BCE, con bajas tasas de interés.

## 2. EVOLUCION DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DEL BCB

Al 30 de junio de 2014 las Reservas Internacionales Netas (RIN) del Banco Central de Bolivia (BCB) se situaron en USD 14.808,9 millones, con un incremento de USD 378,8 millones respecto a diciembre de 2013 (Gráfico N° 1).

**Gráfico N° 1**  
**Evolución trimestral de las Reservas Internacionales**  
**2013– 2014**



Los ingresos provenientes por la exportación de gas natural deYPFB continuaron siendo la principal fuente de ingresos y de crecimiento de las reservas internacionales, aunque también contribuyeron al aumento de las reservas, el incremento en la valoración del precio del oro y en menor medida la valoración del dólar australiano.

### 1.1. Variación de las reservas internacionales netas

Durante el primer semestre de 2014, las Reservas Internacionales Netas se incrementaron debido al flujo positivo de fondos de USD 1.119,8 millones, a la variación cambiaria por USD 144 millones y a los ingresos obtenidos por la inversión de reservas internacionales de USD 72,6 millones, mientras que el retiro neto de bóveda de billetes en efectivo de dólares estadounidenses por parte del sistema financiero por USD 957,6 millones disminuyó el nivel de las reservas internacionales (Cuadro N°1).

**Cuadro N° 1**  
**Factores que Explican la Variación de las RIN**  
**en millones de USD**

	31-dic-11	31-dic-12	31-dic-13	30-jun-14
RIN Fin de Periodo	12.018,5	13.926,7	14.430,1	14.808,9
Variación RIN	2.288,8	1.908,2	503,4	378,8
1. Flujo de Fondos	2.235,5	2.541,8	2.846,0	1.119,8
2. Ingresos por Rendimientos BCB	79,6	134,0	82,8	72,6
3. Variación Cambiaria (Oro, EUR, CAD, AUD, CNY, DEG)	40,1	204,9	-606,8	144,0
4. Variación Bóveda	-66,4	-972,5	-618,6	-957,6
5. FINPRO	0,0	0,0	-1.200,0	0,0

## 1.2. Flujo en el exterior de ingresos y egresos de las Reservas Internacionales

En el primer semestre de 2014 el flujo neto de ingresos de las Reservas Internacionales alcanzó a USD 1.119,8 millones, como resultado de entradas por USD 2.783,8 millones y salidas de USD 1.664,0 millones.

Los principales rubros de entrada fueron los pagos por exportaciones de gas de YPFB por USD 2.315,8 millones, desembolsos de créditos externos por USD 163,1 millones y exportaciones de la empresa metalúrgica Vinto por USD 137,4 millones.

En las salidas se destacan los pagos de YPFB por USD 854,3 millones, correspondientes principalmente a la importación de diesel para consumo interno, los gastos fiscales por USD 318,9 millones, provenientes de gastos operativos de ministerios y empresas públicas como la Empresa Nacional de Electricidad (ENDE), Boliviana de Aviación (BOA) y Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos (EMAPA), el pago del servicio de deuda externa por USD 189,4 millones y el incremento al Fondo RAL por USD 135,9 millones. (Cuadro N°2).

**Cuadro N° 2**  
**Flujo de Fondos**  
**Periodo 2013 - 2014**  
**en millones de USD**

	2013			2014
	1er - Sem.	2do - Sem.	Total	1er - Sem.
<b>Ingresos</b>	<b>2.446,9</b>	<b>3.508,8</b>	<b>5.955,7</b>	<b>2.783,8</b>
Exportaciones de YPFB	1.944,1	2.343,5	4.287,6	2.315,8
Desembolsos de créditos externos	152,9	422,2	575,1	163,1
Exportaciones de Empresa Metalúrgica Vinto	121,4	131,7	253,1	137,4
Exportaciones del Sector Privado	47,7	45,7	93,4	28,6
Donaciones de Organismos Internacionales	30,1	46,6	76,7	26,0
Convenio SUCRE	119,7	12,5	132,2	17,3
Embajadas y Organismos Internacionales	13,7	1,2	14,9	5,4
Emisión Bonos Soberanos	0,0	489,0	489,0	0,0
Otros	17,3	16,4	33,7	90,2
<b>Egresos</b>	<b>1.373,3</b>	<b>1.736,4</b>	<b>3.109,7</b>	<b>1.664,0</b>
Pagos de YPFB	825,0	1.008,5	1.833,5	854,3
Gastos Fiscales	134,6	271,7	406,3	318,9
Servicio de Deuda Externa Pagos M y LP	143,1	134,9	278,0	189,4
Transferencias del Fondo RAL M/E (Neto)	89,4	156,8	246,2	135,9
Transferencias del Sistema Financiero (Neto)	0,0	63,5	63,5	80,0
Convenio ALADI (Neto)	9,2	8,6	17,8	0,8
Servicio de Deuda Externa Pagos PDVSA	50,0	0,0	50,0	0,0
Otros	122,0	92,4	214,4	84,7
<b>Entrada Neta</b>	<b>1.073,6</b>	<b>1.772,4</b>	<b>2.846,0</b>	<b>1.119,8</b>

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

Al 30 de junio de 2014, los indicadores de cobertura de las RIN continuaron mostrando niveles adecuados que respaldan a la economía boliviana (Cuadro N°3). La cobertura de importaciones se mantiene cercana a los 18 meses de importación y las RIN representan cerca de una vez el nivel de depósitos del sistema financiero que ha presentado un crecimiento importante en los últimos años.

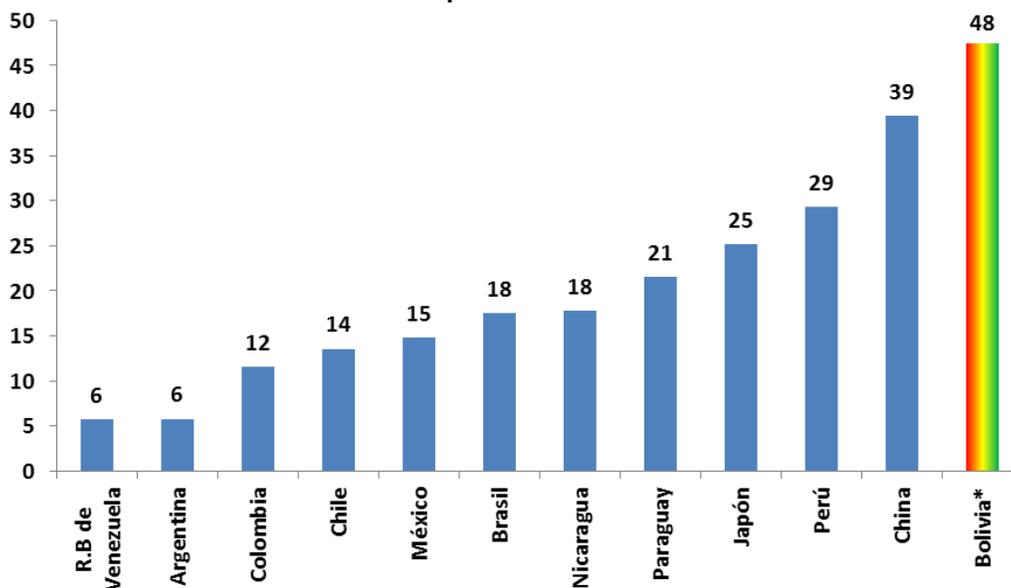
**Cuadro N° 3**  
**Ratios de Cobertura de las RIN al 30-06-2014**  
**en millones de USD**

Variable	2005	2008	2011	2012	2013	2014**
Reservas Internacionales Netas (Millones de USD)	1.714	7.722	12.019	13.927	14.430	14.809
Depositos Totales del Sistema Financiero (Millones de USD)	3.590	6.717	10.715	13.129	15.444	15.793
Dinero en Sentido Amplio (M'3) (Millones USD)	4.289	8.986	14.477	17.400	20.213	20.318
Importaciones (CIF) (Millones USD)*	2.431	5.081	7.927	8.269	8.690	9.703
<b>RIN en porcentajes de:</b>						
Producto Interno Bruto (PIB)	18	46	50	51	47	48
Depósitos totales	48	115	112	106	93	94
Importaciones	71	152	152	168	166	153
Dinero en sentido amplio (M'3)	40	86	83	80	71	73

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 2014.

En cuanto al nivel del ratio RIN/PIB, este se ha mantenido en los últimos años alrededor de 48%, tanto por el crecimiento de las reservas internacionales como por el crecimiento del PIB. Este nivel es el más alto de la región y supera a la gran mayoría de los países del mundo (Gráfico N° 2).

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



Fuente: Bancos Centrales, Fondo Monetario Internacional

### 3. ESTRUCTURA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

#### 1.4. Estructura por Portafolio

Dentro de la estructura de las reservas internacionales por portafolio al 30 de junio de 2014, se destaca el incremento en la valoración del oro debido a los conflictos geopolíticos suscitados en Ucrania, la contracción de la producción de EE.UU. en el primer trimestre y el consecuente aumento de la demanda de este metal precioso como activo refugio. La participación del portafolio de oro sobre el total de las reservas se incrementó a 12,3% del total (Cuadro N° 4).

**Cuadro N° 4**  
**Estructura de las Reservas Internacionales Diciembre 2012 - Junio 2014<sup>1</sup>**

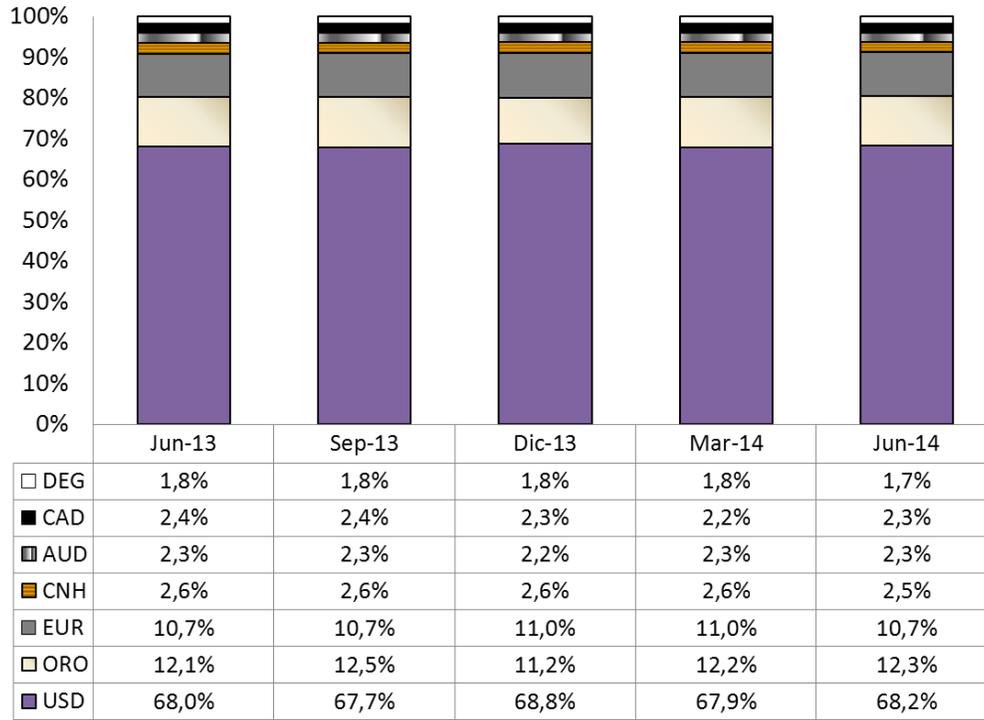
	31-Dec-12	31-Dic-2013	30-Jun-14	
	En millones de USD	En millones de USD	En millones de USD	Participación Porcentual
1. Billetes y Monedas	345,0	290,0	290,4	2,0%
2. Depósitos Vista	45,1	363,0	169,3	1,1%
<b>A) Capital de Trabajo (1+2)</b>	<b>390,1</b>	<b>653,0</b>	<b>459,7</b>	<b>3,1%</b>
3. Portafolio de Liquidez	8.001,8	8.247,2	8.636,8	58,3%
4. Portafolio Euro	1.510,8	1.585,2	1.580,1	10,7%
5. <i>Portafolio Global</i>	974,1	1.037,5	1.056,6	7,1%
5.1 <i>Dólares Australianos (AUD)</i>	362,8	323,0	345,4	2,3%
5.2 <i>Dólares Canadienses (CAD)</i>	353,3	335,6	336,8	2,3%
5.3 <i>Renmimbi Chino (CNH)</i>	258,0	378,8	374,5	2,5%
6. Portafolio TIPS	511,0	482,8	502,3	3,4%
7. DEG's	255,0	256,7	257,8	1,7%
8. Portafolio Banco Mundial (BCB-RAMP)	0,0	501,6	504,1	3,4%
<b>B) Capital de Inversión (3+4+5+6+7+8)</b>	<b>11.252,6</b>	<b>12.111,0</b>	<b>12.537,7</b>	<b>84,6%</b>
<b>C) Total Reservas Monetarias (A+B)</b>	<b>11.642,8</b>	<b>12.764,0</b>	<b>12.997,5</b>	<b>87,7%</b>
<b>D) Oro</b>	<b>2.295,2</b>	<b>1.609,8</b>	<b>1.818,3</b>	<b>12,3%</b>
<b>E) Reservas Internacionales (C+D)</b>	<b>13.938,0</b>	<b>14.373,7</b>	<b>14.815,7</b>	<b>100,0%</b>

#### 1.5. Estructura por moneda y metales

Al 30 de junio de 2014, la participación del dólar estadounidense (USD) fue de 68,2%, seguida por el oro 12,3% y el euro (EUR) 10,7%. Por otro lado, las monedas que componen el portafolio global tuvieron las siguientes participaciones: 2,5% en renmimbi chinos (CNH), 2,3% en dólares australianos (AUD) y 2,3% en dólares canadienses (CAD), mientras que los Derechos Especiales de Giro (DEG) alcanzaron a 1,7% (Gráfico N° 3).

<sup>1</sup>La diferencia de USD 7 millones con las RIN se origina en el tramo de reservas del FMI y las variaciones cambiarias.

**Gráfico N° 3**  
**Reservas Internacionales**  
**Estructura por Monedas**



## 4. GESTION Y RESULTADOS DE LA INVERSION DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

### 1.6. Entorno internacional

Durante el primer semestre de 2014, los mercados financieros se vieron influenciados principalmente por la desaceleración de la economía de EE.UU. como consecuencia de los efectos negativos del invierno durante el primer trimestre y en la Zona Euro, por los bajos niveles de inflación que hicieron que el BCE implemente mayores estímulos monetarios, disminuyendo su tasa referencial en el mes de mayo.

Por otra parte, en China durante el segundo trimestre se evidenció que su desaceleración económica puede ser temporal, considerando que sus autoridades establecieron medidas específicas para tratar de alcanzar la meta de crecimiento establecida para 2014 y garantizar una creación de empleos sostenible.

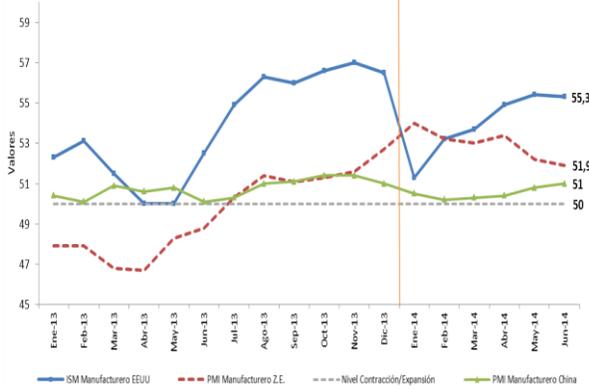
De acuerdo al Fondo Monetario Internacional, para el 2014 las perspectivas de crecimiento global se contrajeron de 3,6% a 3,4%, aunque se espera que la situación mejore en la gestión 2015. Asimismo, otros factores que afectaron durante el semestre a los mercados financieros fueron la situación geopolítica inestable entre Rusia y Ucrania y el surgimiento de conflictos sectarios en Irak.

Durante el primer semestre Janet Yellen asumió el cargo de presidente del FED, manteniendo los recortes del programa de compra de activos, el cual se espera finalice el cuarto trimestre del año.

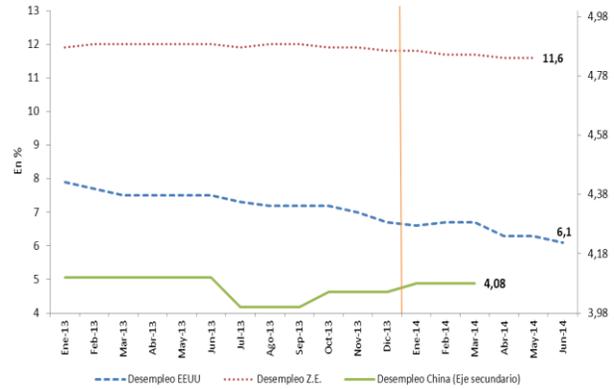
En este contexto, durante la primera mitad de 2014 el desempeño económico en EE.UU. se vio afectado negativamente por los efectos del invierno en enero que generaron un crecimiento negativo de 2,1% en el primer trimestre. Por su parte, la Zona Euro creció solamente un 0,9% y China 7,4% reflejando la desaceleración de su economía. Esto fue confirmado con el comportamiento expansivo del Índice de Producción Manufacturera para las tres economías, creando expectativas relacionadas a que EE.UU. recupere niveles de crecimiento positivos, incertidumbre en la Zona Euro con la incapacidad de generar mayor inflación y mayor crecimiento en China, esperándose que llegue a su meta con el apoyo del gobierno(Gráfico N° 4).

El desempleo continuó con su tendencia decreciente en EE.UU. a pesar de las consecuencias del invierno, llegando a 6,1% en junio. En la Zona Euro, el indicador llegó a 11,6% en mayo a pesar de la mejor evolución del sistema productivo de la región, mientras que en China se tuvo una tasa de desempleo estable que alcanzó a 4,08% en marzo (Gráfico N° 5).

**Gráfico N° 4**  
**PMI e ISM: Principales economías**  
**Enero 2012 – Junio 2014**



**Gráfico N° 5**  
**Desempleo: Principales economías**  
**Enero 2012 – Junio 2014**

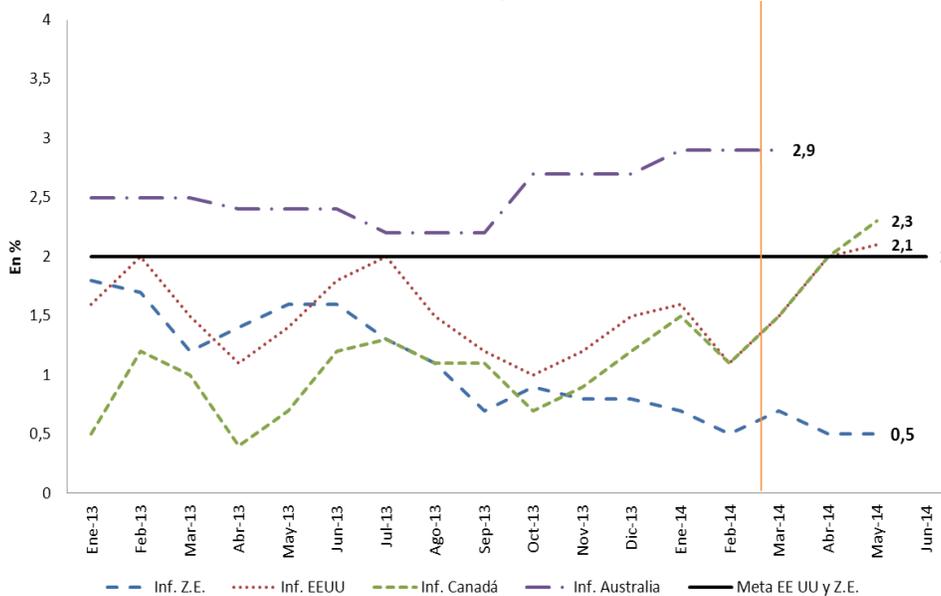


Nota: Datos de China a marzo de 2014 y la Zona Euro a mayo de 2014.

La inflación mantuvo una tendencia decreciente durante el primer trimestre, aunque la tendencia se revirtió en EE.UU. y Canadá en el segundo trimestre hasta alcanzar sus respectivas metas, generando preocupación sobre un posible recalentamiento de la economía y un consecuente incremento en la tasa referencial del FED antes de lo esperado.

Por otra parte, en la Zona Euro la desaceleración de la inflación se mantuvo llevando al BCE a reducir su tasa de referencia en 10 p.b. en su reunión del 5 de junio y a anunciar que, de ser necesario, aplicará medidas adicionales de estímulos monetarios (Gráfico N° 6).

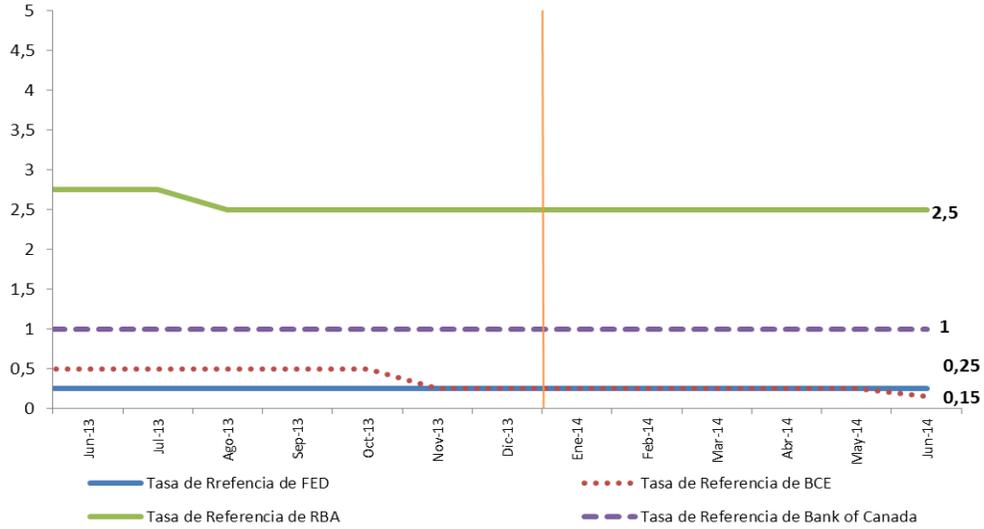
**Gráfico N° 6**  
**Inflación a Mayo de 2014**



Nota: Datos de Australia actualizados a marzo de 2014 y de Canadá y la Zona Euro a abril de 2014.

En este contexto, el FED continuó con las reducciones en los montos de compra mensual de activos. Las tasas de referencia continuaron en niveles históricamente bajos; en EE.UU. la tasa referencial se mantuvo en 0,25%; en la Zona Euro disminuyó a 0,15% y la tasa de depósitos a -0,1%, mientras que en Canadá y Australia las tasas se mantuvieron en 1% y 2,5% respectivamente (Gráfico N°7).

**Gráfico N° 7**  
**Tasa referencial de política monetaria**



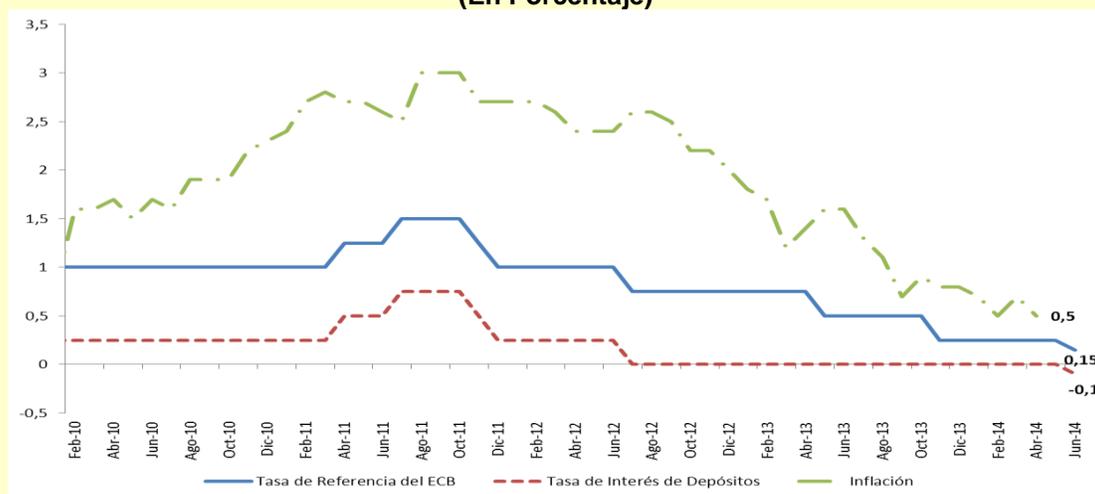
### Recuadro Nº 1: Evolución de la tasa de referencia del Banco Central Europeo (BCE)

Entre las funciones más importantes del BCE se encuentra la definición y ejecución de la política monetaria de la región para garantizar una inflación menor a 2% en el largo plazo. Para cumplir esta meta, el BCE utiliza las tasas de interés como su principal herramienta de política monetaria; la cual es referente en el sistema financiero y referencial para las necesidades de financiamiento de última instancia para los bancos comerciales en caso que lo necesiten.

La Zona Euro estuvo en recesión durante 18 meses, tiempo en el que el BCE decidió recortar paulatinamente la tasa de referencia con el objetivo principal de reactivar su economía. Durante 2013, la región logró obtener resultados alentadores pasando de un estado de contracción a uno de recuperación modesta, en un entorno de inflación baja y cada vez menor. Consecuentemente, los hacedores de política consideran que se debe fortalecer la expansión económica sostenible para lo cual es necesaria la generación de un nivel mayor de inflación pero por debajo de la meta del BCE.

En la primera mitad de 2014, la preocupación respecto a una inflación baja se incrementó tras observar que este indicador continuaba desacelerándose. Ante esta situación el BCE decidió recortar la tasa de referencia a 0,15% como medida para aumentar la liquidez y poder acelerar el crecimiento de los precios. El BCE considera como prioritaria esta tarea por lo que no descartó que en lo que resta del año adopte medidas monetarias adicionales como una flexibilización cuantitativa (Gráfico Nº R1.1).

**Gráfico Nº R1.1: Tasas de interés de referencia del BCE e inflación (En Porcentaje)**



La cronología de los cambios en la tasa de referencia desde 2012 se dieron en tres etapas:

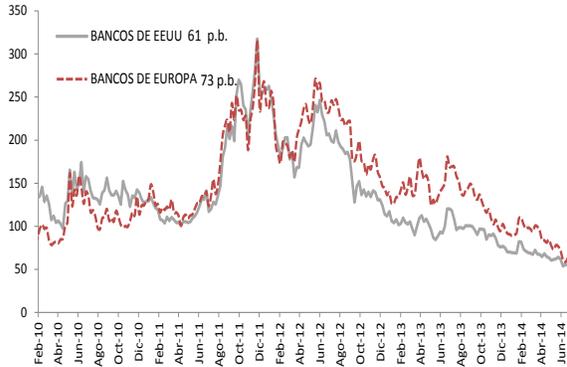
- El 8 de diciembre de 2011, el Consejo de Gobierno del BCE decidió disminuir la tasa de interés de referencia en 25 p.b. a 1,00%. Adicionalmente, se redujeron las tasas de depósitos a 0,25% y se decidió adoptar medidas no tradicionales como i) Autorizar dos operaciones de refinanciamiento con madurez aproximada de tres años. ii) Incrementar la disponibilidad del colateral. iii) Reducir el ratio de reservas a 1%.
- En Julio de 2012, se recortaron las tasas en 25 p.b. llegando a 0,75%, lo que implicaba incentivos para el pago de hipotecas. Asimismo, la tasa de depósitos *overnight* en el BCE bajó a 0%, por lo que los bancos generaron mayores incentivos para prestarse recursos entre ellos.

- La tasa de referencia se mantuvo constante hasta mayo de 2013, fecha en la que se redujo a 0,5% con la posibilidad de pasar a tasas negativas en los depósitos overnight de los bancos comerciales. En esta línea, Mario Draghi, Presidente del BCE afirmó que esta tasa se mantendría en su mínimo por el tiempo que sea necesario para lograr la recuperación económica.
- En noviembre de 2013, se produjo una nueva reducción de la tasas de referencia a 0,25% como medida ante la reducción de precios de la economía y con el objetivo de fortalecer la reactivación productiva.
- En junio de 2014, tras haberse registrado una nueva desaceleración del índice de precios al consumidor, el BCE nuevamente decidió reducir la tasa de referencia de 0,25% a 0,15%. Asimismo las tasas de depósitos pasaron por primera vez a tasas negativas (-0.10%) dejando abierta la posibilidad de implementar otras medidas cuantitativas que permitan un aumento controlable de la inflación.

Los recortes de la tasa de referencia en 2013 se produjeron por la reducción de la inflación general en el año. Sin embargo, las preocupaciones por parte del BCE se mantienen considerando que el comportamiento de los precios no cambió en el primer semestre de 2014. Asimismo se reconoció que el proceso de recuperación de la crisis aún se encuentra en una etapa inicial.

En este contexto económico, durante el primer semestre el riesgo crediticio del sector bancario disminuyó en EE.UU. y la Zona Euro debido a las mejores condiciones de la economía de EE.UU. y la decisión del BCE de incrementar los estímulos monetarios. Por otro lado, en China el sistema financiero se vio afectado por la desaceleración de su economía y la regulación de su sistema financiero que todavía continúa y podría afectar los resultados de sus principales bancos durante la gestión.

**Gráfico N° 8**  
CDS promedio de bancos de EE.UU. y Europa



**Gráfico N° 9**  
CDS promedio de bancos Chinos



Los CDS del sector bancario Europeo y de EE.UU. disminuyeron reflejando menor riesgo crediticio del sistema financiero en estas regiones, mientras que los CDS de los principales bancos chinos permanecieron por encima del promedio del sistema financiero global aunque disminuyeron a finales del semestre (Gráfico N°9 y Gráfico N°10)

En lo que va del año la liquidez en los mercados financieros se mantuvo alta, por lo que la tasa LIBOR en dólares estadounidenses se mantuvo en bajos niveles y la tasa LIBOR en euros disminuyó principalmente en mayo y junio por el recorte de la tasa del BCE (Gráfico N°10).

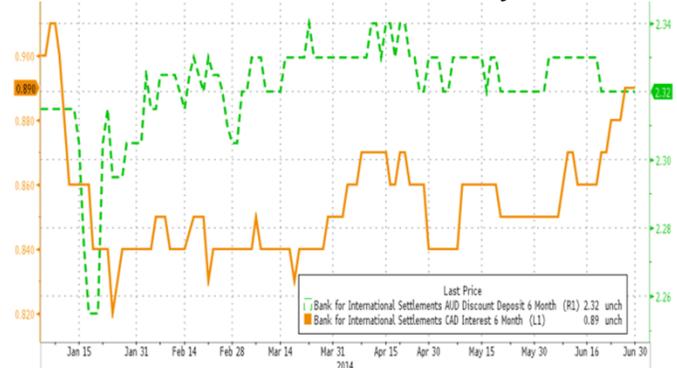
Durante el primer semestre de 2014, la tasa FIXBIS de dólares australianos<sup>2</sup> se mantuvo relativamente constante, mientras que la tasa FIXBIS de dólares canadienses tuvo una leve tendencia a incrementarse, en línea con la política monetaria expansiva y la mantención de las tasas de referencia históricamente bajas (Gráfico N°11).

<sup>2</sup> Para los dólares canadienses y australianos, se considera como tasa de referencia la tasa FIXBIS publicada por el Banco Internacional de Pagos (BIS).

**Gráfico N° 10**  
Tasa LIBOR a 6 meses en USD y EUR

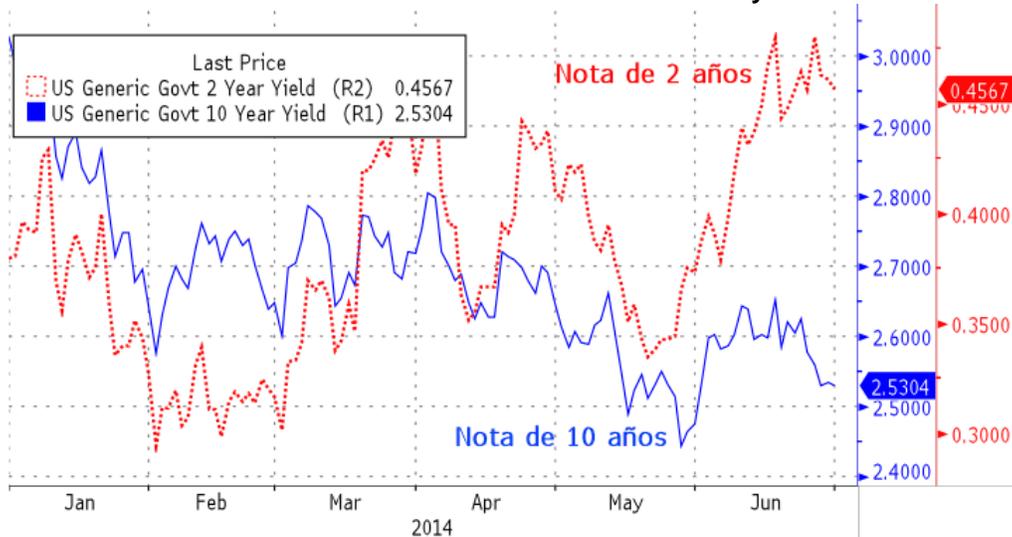


**Gráfico N° 11**  
Tasa FIXBIS a 6 meses en CAD y AUD



Respecto a las notas del tesoro de EE.UU., estas disminuyeron principalmente a principios de año por los efectos negativos del invierno y su impacto en la economía. La tasa de la nota del tesoro de 2 años revirtió la tendencia a partir del mes de mayo por las mejores expectativas de crecimiento, mientras que la tasa de la nota de 10 años se mantuvo baja actuando como activo refugio ante los eventos geopolíticos (Gráfico N°12).

**Gráfico N° 12**  
Rendimientos de las Notas del Tesoro EEUU a 2 y 10 años



Asimismo, debido a los acontecimientos geopolíticos en Ucrania e Irak, se incrementó la demanda de oro como activo refugio aumentando el precio del oro, aunque a finales de mayo también influyó en la demanda de oro físico por la desaceleración de la economía China y la reducción de tasas del BCE; durante el semestre el oro se apreció en 10,5%.

Con relación a las monedas distintas al dólar estadounidense, se resalta durante el semestre la apreciación del dólar australiano por 5,8% por el desempeño de su economía y el fortalecimiento de su comercio internacional. El euro por su parte se depreció en 0,4% como resultado de las medidas de incentivos monetarios implementadas por el BCE. El dólar canadiense se depreció en 0,4% por el impacto negativo del invierno y el renminbi se depreció en 2,4% por la ampliación de la banda de fluctuación del tipo de cambio entre +/-2% desde el mes de marzo (Gráfico N° 13).

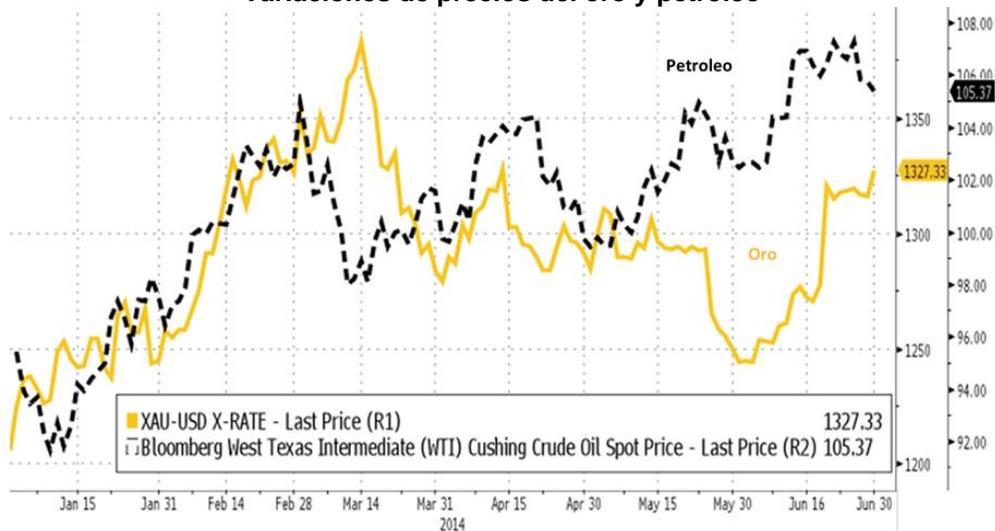
**Gráfico N° 13**  
**Variaciones cambiarias de las monedas y precio del oro**  
**Enero – Marzo 2014**  
**(Índice normalizado)**



	EUR	CAD	AUD	YUAN	ORO
<b>Variación (En %)</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>5,8</b>	<b>-2,4</b>	<b>10,5</b>

Adicionalmente, el semestre se caracterizó por una preferencia por activos refugio ante la incertidumbre global enmarcada en el oro y petróleo. El precio del petróleo se incrementó como resultado de los conflictos en Ucrania y la tensión en Irak (Gráfico N° 14).

**Gráfico N° 14**  
**Variaciones de precios del oro y petróleo**

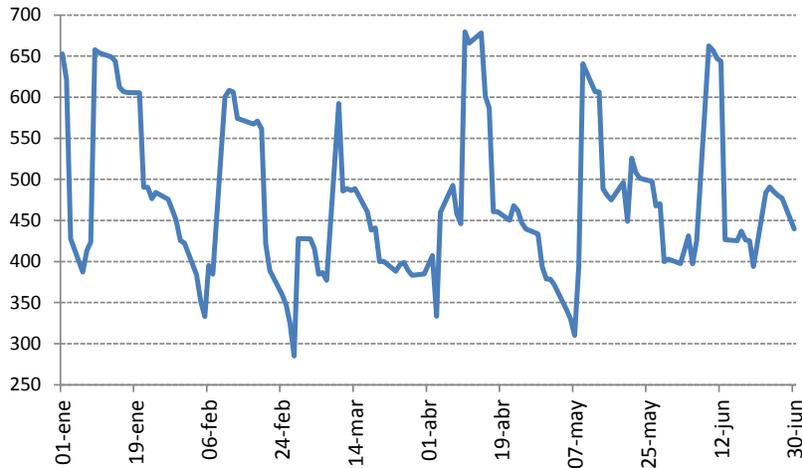


**1.7. Capital de Trabajo, Capital de inversión y oro: estrategias, rendimiento obtenido y su comparación con benchmarks**

**1.7.1. Capital de Trabajo**

Durante el primer semestre de 2014 el saldo diario del Capital de Trabajo tuvo un promedio de USD 473 millones, con un mínimo de USD 285 millones y un máximo de USD 680 millones (Gráfico N° 15).

**Gráfico N° 15**  
**Saldos Diarios del Capital de Trabajo**  
**(En Millones de USD)**



La variación acumulada de bóveda durante el primer semestre de 2014 registró una salida de efectivo de USD 957,6 millones (Gráfico N° 16 y Cuadro N°5).

**Gráfico N° 16**  
**Variación Acumulada de Bóveda**  
**(En millones de USD)**



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

<b>Movimiento Trimestral de Bóveda</b>						
<b>Periodo</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
1er Trimestre	-226,9	-128,1	-18,5	-14,4	-232,8	-533,5
2do Trimestre	-118,2	-162,1	-138,2	-316,0	-151,5	-424,2
3er Trimestre	-40,8	-133,8	96,1	-275,5	-85,8	
4to Trimestre	-243,8	-214,7	-5,8	-366,7	-148,6	
<b>Total</b>	<b>-629,7</b>	<b>-638,8</b>	<b>-66,4</b>	<b>-972,5</b>	<b>-618,6</b>	<b>-957,6</b>

Para cubrir la demanda de efectivo en bóveda, en el primer semestre de 2014 se realizaron diez importaciones por un total de USD 992 millones, mientras que se realizó una exportación por USD 34 millones (Cuadro N° 6).

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

<b>Mes</b>	<b>Remesas</b>		
	<b>Importación</b>	<b>Exportación</b>	<b>Importación Neta</b>
Enero	99,2	0,0	99,2
Febrero	198,4	0,0	198,4
Marzo	198,4	34,0	164,4
<b>Total 1er Trim.</b>	<b>496,0</b>	<b>34,0</b>	<b>462,0</b>
Abril	198,4	0,0	198,4
Mayo	198,4	0,0	198,4
Junio	99,2	0,0	99,2
<b>Total 2do Trim.</b>	<b>496,0</b>	<b>0,0</b>	<b>496,0</b>
<b>Total 2014</b>	<b>992,0</b>	<b>34,0</b>	<b>958,0</b>

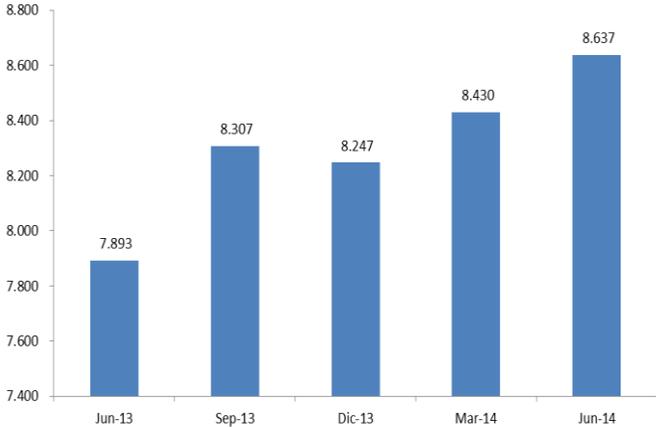
## 1.7.2. Capital de Inversión

La estrategia de inversión de los portafolios del Capital de Inversión administrados internamente, durante el primer semestre de 2014, fue la de invertir en tramos cortos de la curva de rendimientos con emisiones de alta calidad crediticia.

### 1.7.2.1. Portafolio de Liquidez

Al 30 de Junio de 2014, el Portafolio de Liquidez incrementó en USD 390 millones desde inicio de la gestión por las transferencias del Capital de Trabajo (Gráfico N° 17).

**Gráfico N° 17**  
**Evolución Valor de Mercado**  
**(En millones de USD)**



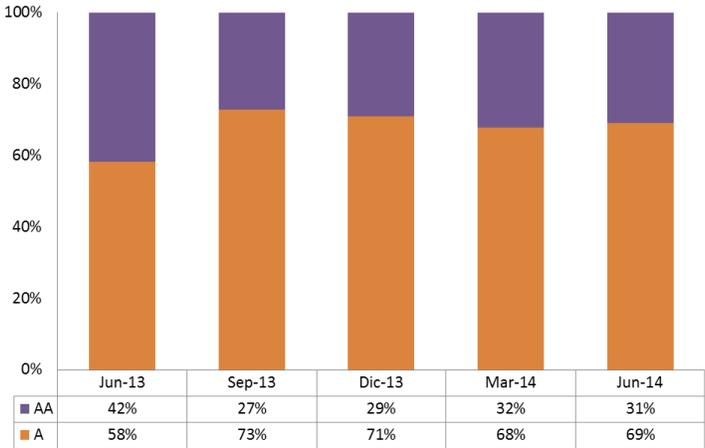
La estrategia de inversión se mantuvo con inversiones principalmente en el sector bancario con una participación de 55%, de agencias con 32% y supranacional con 13% al finalizar el semestre. Estas inversiones de spread permitieron generar un rendimiento adicional respecto al comparador referencial (Gráfico N° 18).

Al 30 de junio de 2014, la estructura por calificación crediticia también se mantuvo, con una participación de emisiones con calificación crediticia de AA de 31% y una participación de 69% en calidad A (Gráfico N° 19).

**Gráfico N° 18**  
**Estructura por sector**

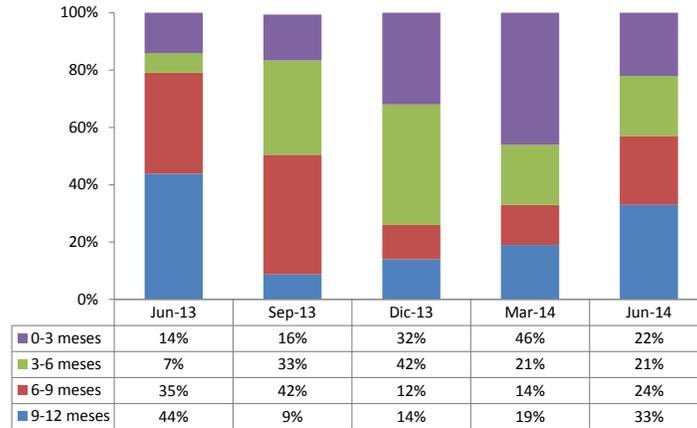


**Gráfico N° 19**  
**Estructura por calificación crediticia**



Respecto al plazo de inversión, al finalizar el semestre se incrementó la exposición al tramo de 6-12 meses de 33% a 57%, debido al empujamiento de la curva. Asimismo, se disminuyó la exposición en el tramo de 0-6 meses de 67% a 43% por la renovación de los vencimientos a plazos mas largos (Gráfico N° 20).

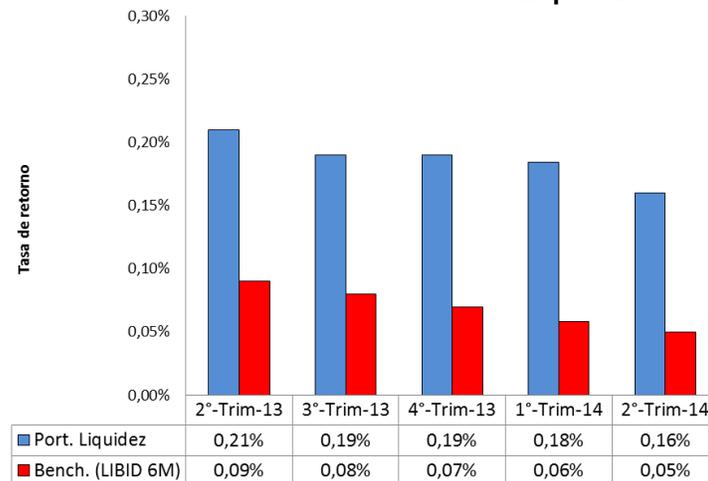
**Gráfico N° 20**  
**Estructura por plazo**



Las inversiones se realizaron principalmente en emisores de bancos europeos y chinos con un plazo de inversión de hasta un año por el diferencial de tasas existente. Asimismo, se invirtió en agencias de emisores chinos, coreanos y europeos.

Las estrategias de inversión empleadas durante el primer semestre permitieron generar un retorno de 0,34%, 23 p.b. por encima del comparador referencial (Gráfico N° 21).

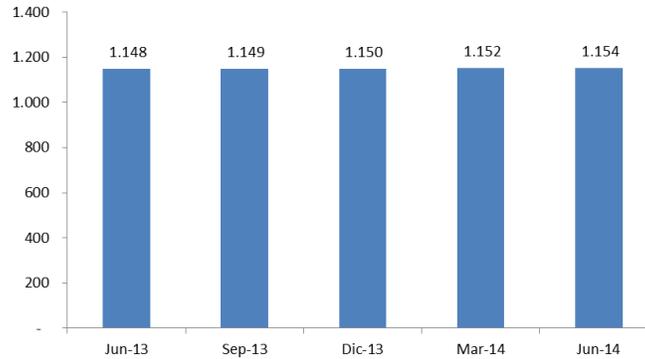
**Gráfico N°21**  
**Retorno trimestral del Portafolio de Liquidez**



### 1.7.2.2. Portafolio Euro

Al 30 de Junio de 2014, el valor de mercado del portafolio Euro incrementó en EUR 4 millones alcanzando un total de EUR 1.154 millones. Este incremento es explicado por las ganancias generadas de las inversiones en el portafolio durante el semestre (Gráfico N° 22).

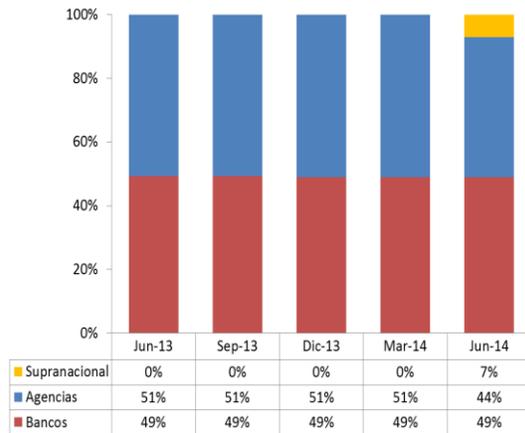
**Gráfico N° 22**  
**Valor de mercado del Portafolio Euro**  
**En millones de EUR**



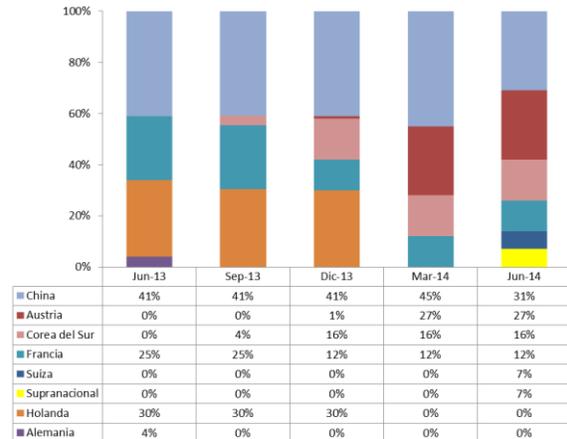
Al finalizar el semestre la composición del portafolio alcanzó el 44% en agencias de gobiernos, 49% en el sector bancario y el restante 7% en el sector supranacional (Gráfico N° 23).

Respecto a la estructura por país, se disminuyó la exposición a China y se incorporó inversiones en bancos suizos. Por otra parte, la exposición del portafolio a Austria, Corea del Sur y Francia, concluyó el semestre con participaciones de 27%, 16% y 12% respectivamente (Gráfico N° 24).

**Gráfico N° 23**  
**Estructura del Portafolio por Sector**

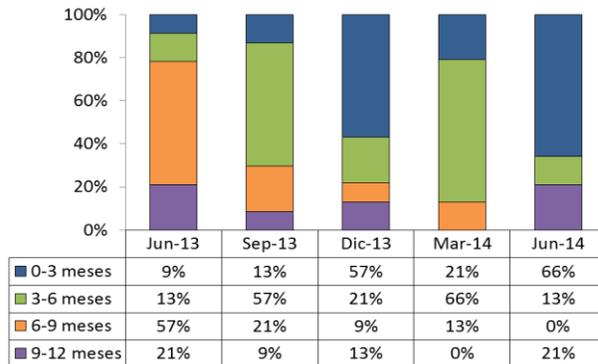


**Gráfico N° 24**  
**Estructura del Portafolio por País y Supranacional**

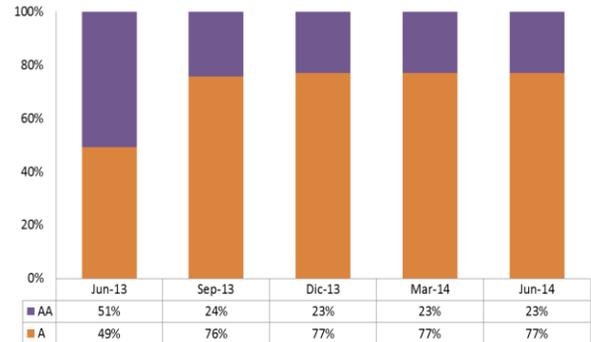


Las inversiones del portafolio se concentraron en los tramos de 9-12 meses con el fin de obtener mayores retornos por el ligero empinamiento de la curva de rendimientos. Al 30 de junio de 2014, el portafolio tenía una exposición del 66% a tramos de 0 a 3 meses, seguido por el tramo de 9-12 meses con 21% (Gráfico N° 25).

**Gráfico N° 25**  
**Estructura del Portafolio por plazo**



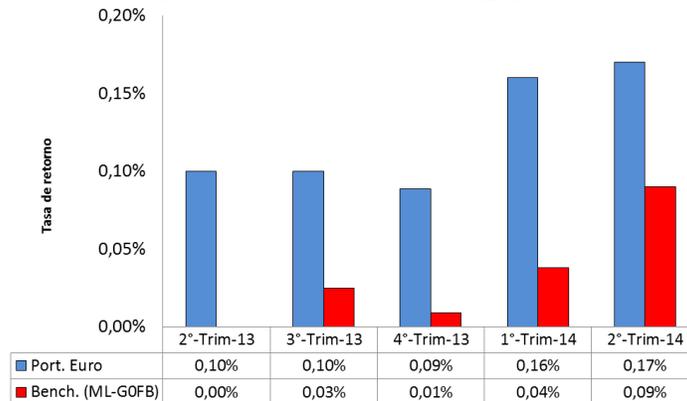
**Gráfico N° 26**  
**Estructura por calificación crediticia del Portafolio Euro\***



La calidad crediticia del portafolio muestra una composición de 23% en emisiones AA y 77% en emisiones A (Gráfico N° 26).

Durante el primer semestre, el resultado de las estrategias de spread y de inversiones en el tramo de 9 y 12 meses permitió generar un rendimiento de 0,32%, 19 p.b. por encima de su comparador referencial (Gráfico N° 27).

**Gráfico N° 27**  
**Retorno del Portafolio del Euro**

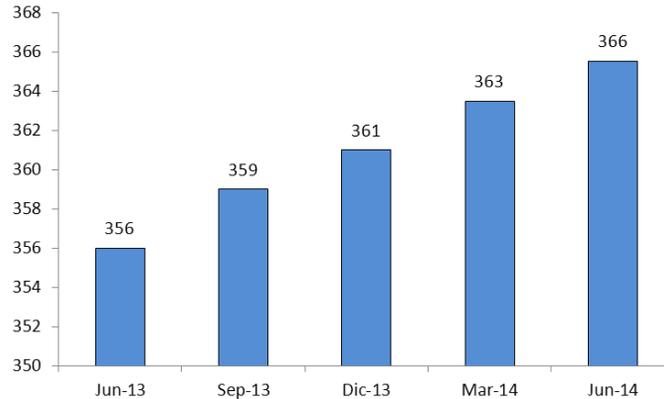


### 1.7.2.3. Portafolio Global

#### 1.7.2.3.1. Inversiones en dólares australianos

Al 30 de junio de 2014, el valor de mercado del portafolio australiano desde inicio de gestión incrementó en AUD 5 millones alcanzando un total de AUD 366 millones. Este incremento es explicado por las ganancias generadas de las inversiones en el portafolio (Gráfico N° 28).

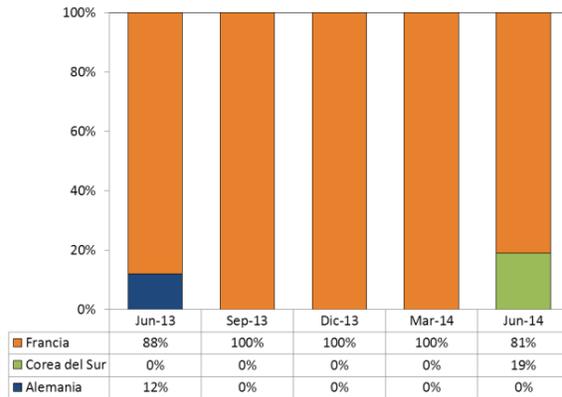
**Gráfico N° 28**  
**Valor de Mercado Portafolio Australiano**  
**en millones de AUD**



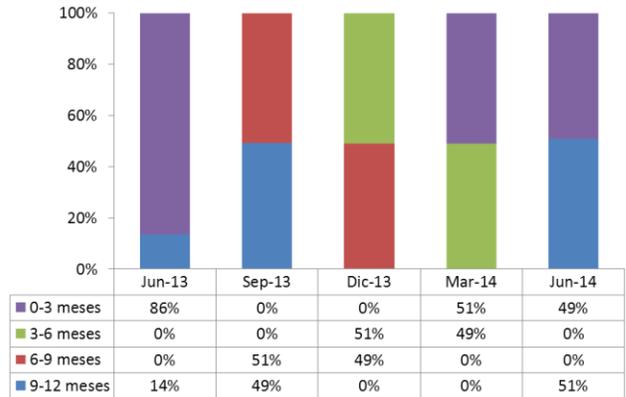
La estrategia de inversión para el Portafolio Australiano fue la de invertir a plazos de 12 meses para aprovechar el empinamiento de la curva. La estructura por sector se encuentra concentrada en agencias del gobierno francés y del gobierno de Corea del Sur con una exposición del 81% y 19% respectivamente (Gráfico N° 29).

Respecto a la estructura por país, se incrementó la exposición a Corea del Sur a 19%. La estrategia de plazos de inversión muestra una concentración de 51% en el tramo de 9-12 y 49% en el tramo de 0-3 meses por la proximidad de los vencimientos (Gráfico N° 30).

**Gráfico N° 29**  
**Estructura por país y supranacional**

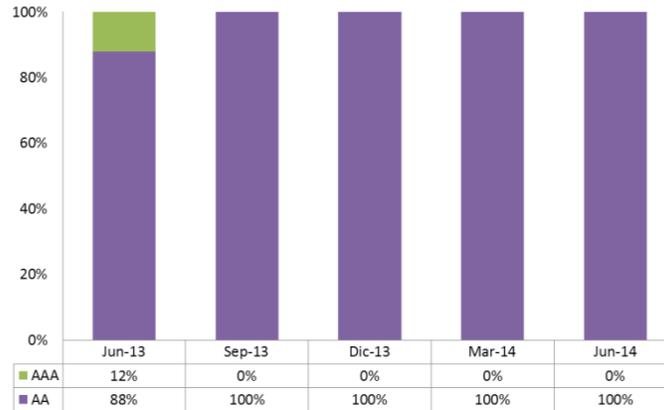


**Gráfico N° 30**  
**Estructura por plazo**



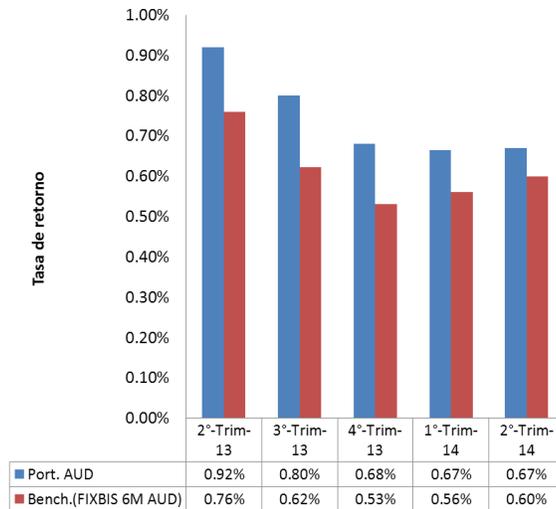
La calidad crediticia de las inversiones se mantuvo sin cambios manteniendo una exposición del 100% en emisiones en AA (Gráfico N° 31).

**Gráfico N° 31**  
**Estructura por calificación crediticia del Portafolio Global - AUD**



Por las estrategias de inversión, durante el primer semestre, el portafolio generó un retorno de 1,34%, 18 p.b. por encima de su comparador referencial. (Gráfico N° 32)

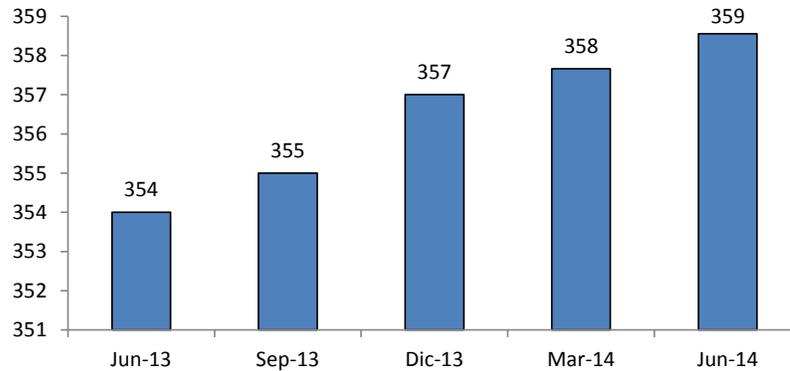
**Gráfico N° 32**  
**Retorno trimestral del Portafolio de Australianos**



**1.7.2.3.2. Inversiones en dólares canadienses**

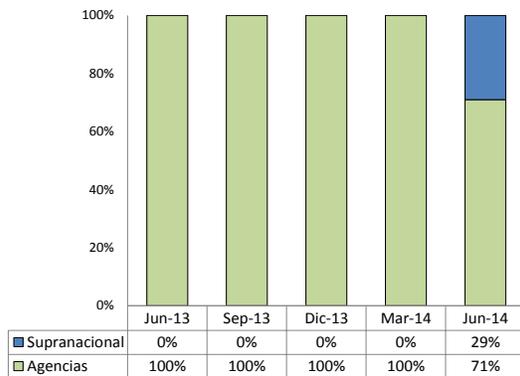
El valor del portafolio en dólares canadienses alcanzó a CAD 359 millones, CAD 2 millones desde inicio de gestión por los ingresos generados por las inversiones (Gráfico N° 33).

**Gráfico N° 33**  
**Valor de Mercado canadienses**  
**en millones de CAD**

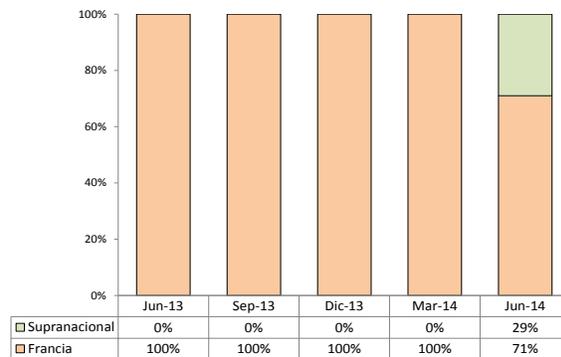


Durante el primer semestre los vencimientos del portafolio en dólares canadienses fueron invertidos en agencias de gobierno francesas y en el Banco Internacional de Pagos (BIS) que presentaron rendimientos atractivos, esta última con una participación del 29% del total (Gráfico N° 34). Respecto a la estructura por país, se redujo la exposición en Francia a 71%, incrementando la diversificación del portafolio (Gráfico N° 35).

**Gráfico N° 34**  
**Estructura del Portafolio por Sector**

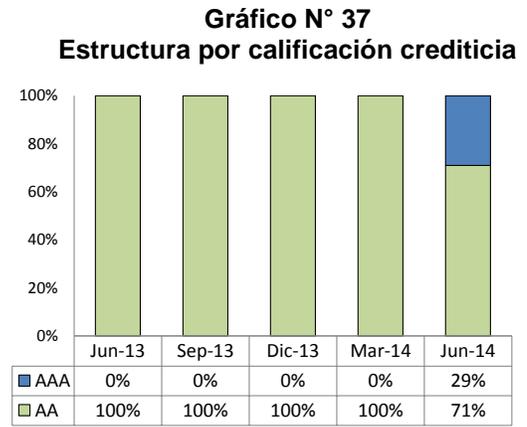
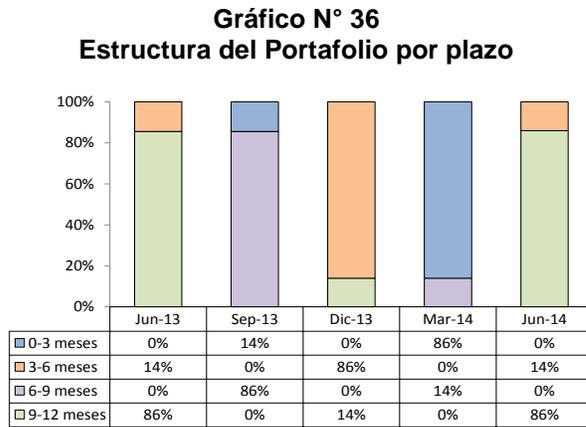


**Gráfico N° 35**  
**Estructura del Portafolio por País y Supranacional**

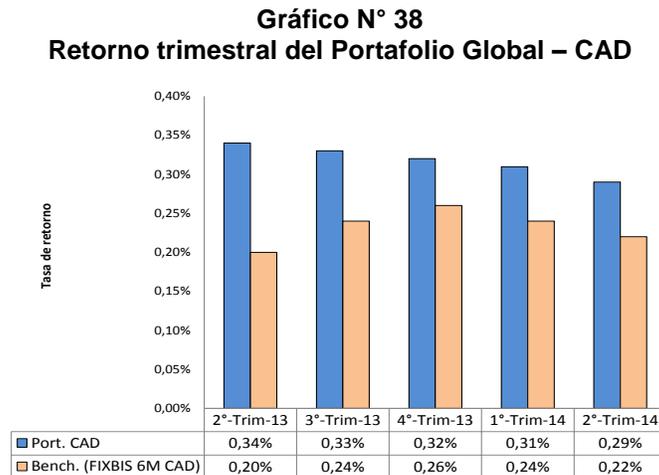


Las inversiones del portafolio fueron efectuadas a un plazo de 12 meses incrementando la exposición al tramo de 9-12 meses a 86% del portafolio (Gráfico N° 36).

Asimismo, la composición del portafolio al finalizar el semestre alcanzó el 71% en AA y un 29% en emisores AAA, lo que incrementó levemente la calidad crediticia del portafolio (Gráfico N° 37).



El rendimiento alcanzado por el portafolio en el semestre fue de 0,60%, 14 p.b. por encima de su comparador referencial (Gráfico N° 38).



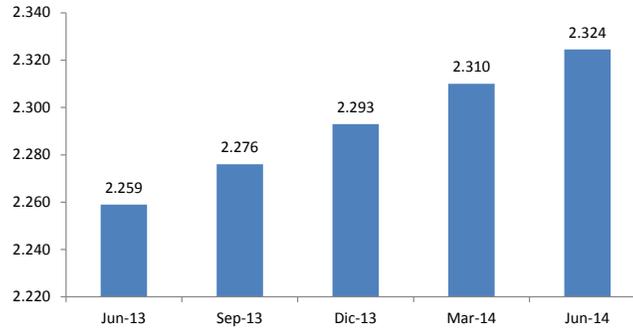
### 1.7.2.3.3. Inversiones en Renminbis Chinos

En fecha 2 de abril de 2014 se firmó un acuerdo entre el BCB y el Banco Internacional de Pagos (BIS) para la inversión de USD 50 millones equivalente a CNY 309,2 millones en títulos soberanos de China en Renmimbis onshore (CNY), mediante el Fondo de Inversión del BIS denominado BISIP Series CNY.

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

Al 30 de junio de 2014, el valor de mercado del portafolio alcanzó CNH 2.324 millones representando un incremento de CNH 31 millones desde inicio de gestión (Gráfico N° 39).

**Gráfico N° 39**  
**Valor de Mercado renminbis chinos**  
**en millones de CNH\***

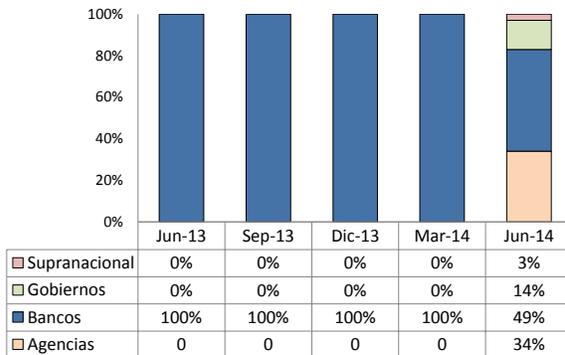


\*Incluye la participación en el fondo BISIP CNY del BIS correspondiente a una reestructuración dentro del portafolio pasando del sector bancario al soberano.

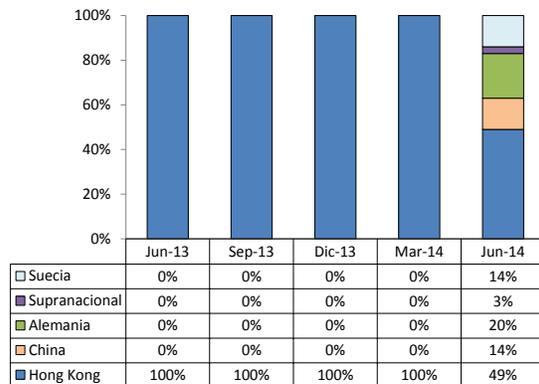
Durante el primer semestre de 2014 la estrategia de inversión del portafolio estuvo orientada a incrementar su diversificación con inversiones principalmente en el sector de agencias y supranacional, disminuyendo la participación del sector bancario a 49% del total (Gráfico N° 40).

Respecto a la estructura por país, se incrementó la exposición en Alemania y Suecia a 20% y 14% respectivamente. Asimismo, se incrementó las inversiones en China, con el ingreso al Fondo BISIP CNY del BIS alcanzando el 14% del total, con lo que las inversiones en Hong Kong se redujeron a 49% (Gráfico N° 41).

**Gráfico N° 40**  
**Estructura del Portafolio por Sector**



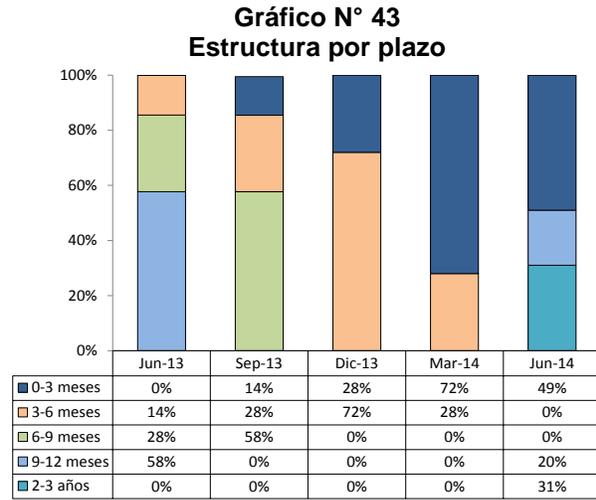
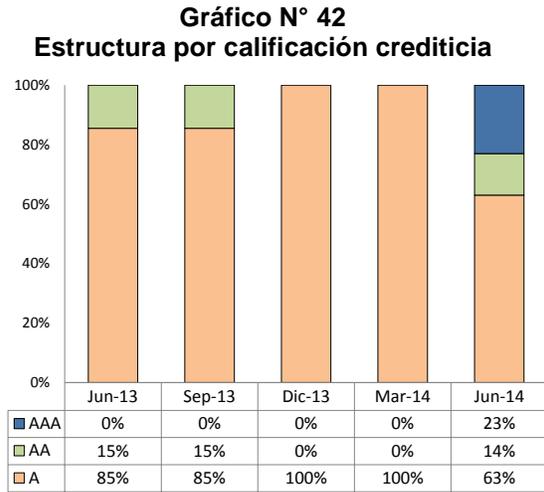
**Gráfico N° 41**  
**Estructura del Portafolio por País**  
**Supranacional**



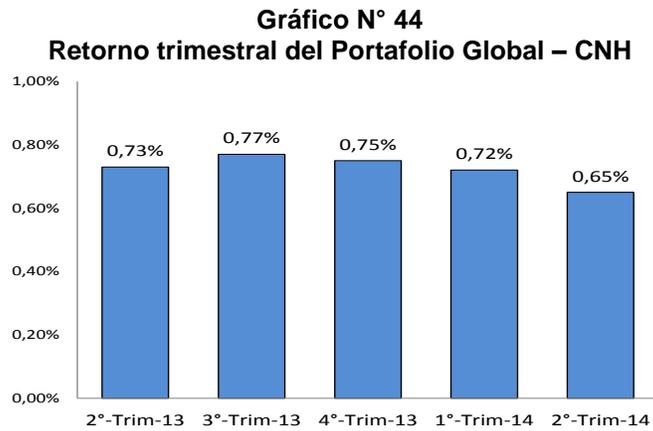
La calidad crediticia del Portafolio al finalizar el semestre se incrementó, debido a una mayor participación en emisiones con calificación crediticia de AA y AAA con un 14% y 23% respectivamente. El incremento en la calidad crediticia se debe a la estrategia de diversificación en los sectores supranacional, de agencia y gobierno (Gráfico N°42).

Al finalizar el primer semestre se disminuyó la exposición al tramo de 0-3 meses de 72% a 49% y se incrementó la exposición en los tramos largos con inversiones principalmente a

12 meses y a plazos de 2 a 3 años, alcanzando este último a 31%, en el que se incluye el ingreso al fondo BISIP CNY del BIS (Gráfico N° 43).



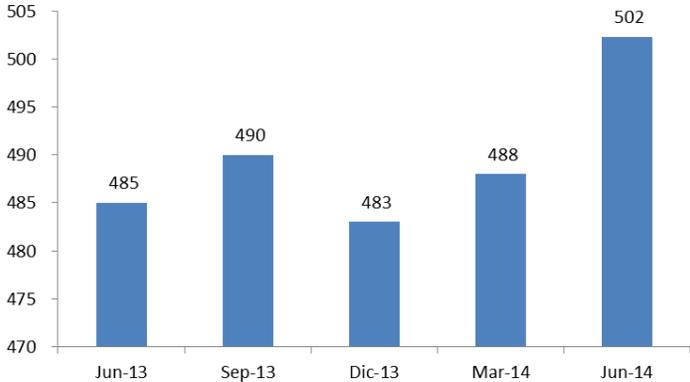
La estrategia de inversión permitió que en el primer semestre de 2014 se genere un retorno de 1,38% (Gráfico N° 44).



#### 1.7.2.4. Portafolio de TIPS

El valor de mercado del Portafolio TIPS durante el primer semestre de 2014 se incrementó en USD 19 millones alcanzando a USD 502 millones. La disminución de los rendimientos de las Notas del Tesoro de EE.UU. durante el semestre y el incremento de la inflación fueron los factores que impactaron de forma positiva a la valoración del portafolio (Gráfico N° 45).

**Gráfico N° 45**  
**Valor de Mercado del Portafolio TIPS**  
**en millones de USD**

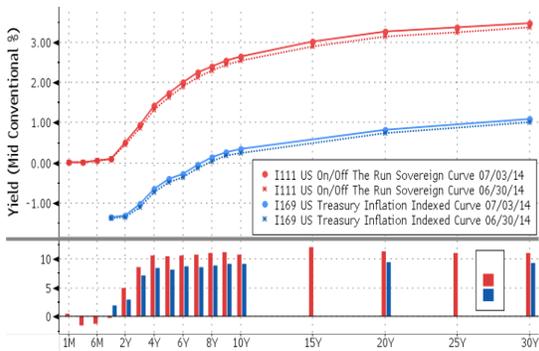


Al finalizar el semestre la crisis geopolítica entre Rusia y Ucrania y la decisión del BCE de disminuir su tasa de referencia generaron un incremento en la demanda de activos de refugio, llevando a la Nota del Tesoro de EE.UU. a 10 años a alcanzar una tasa de rendimiento mínima del año de 2,44%, aunque finalizó el semestre en 2,53% (Gráfico N° 46 y Gráfico N° 47).

**Gráfico N° 46**  
**Notas del Tesoro de EE.UU. a 10 años**



**Gráfico N° 47**  
**Variación trimestral de la curvas de rendimiento de**  
**Notas del Tesoro y TIPS de EE.UU.**



Las tasas *Break Even Inflation*, mostraron un incremento en las expectativas de inflación, con mayor incidencia en el corto plazo (2 y 5 años), por la presión inflacionaria que se esperaba surja como resultado de los estímulos monetarios del FED. Por otra parte, las tasas *Break Even Inflation* a plazos mayores (10 y 30 años), se incrementaron en proporciones menores (Gráfico N° 48).

**Gráfico N° 48**  
**Tasas break even inflation**



La volatilidad de las Notas del Tesoro de EE.UU., medida por el índice MOVE, se incrementó levemente a principios de junio, alcanzando un nivel de 65 puntos, debido al incremento de la incertidumbre en la economía global (Gráfico N° 49).

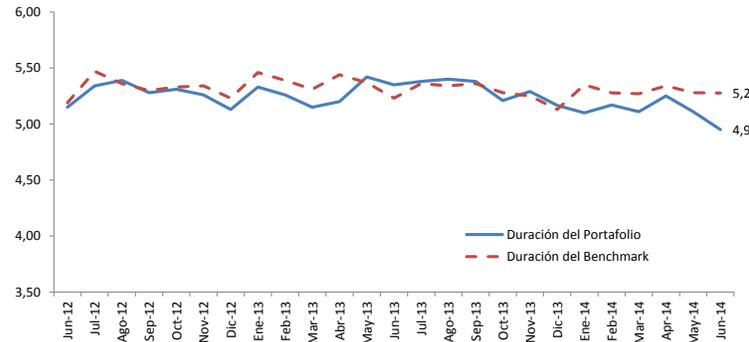
**Gráfico N° 49**  
**Índice de volatilidad de renta fija MOVE**



Ante la expectativa de que los rendimientos de las Notas del Tesoro y las Notas Indexadas a la Inflación se incrementen, los administradores delegados<sup>3</sup> del Fondo de TIPS ILF1 del BIS, durante el primer semestre mantuvieron una duración menor a la del comparador referencial (Gráfico N°50).

<sup>3</sup> El Fondo ILF1 del BIS se encuentra administrado por Black Rock, PIMCO y State Street.

**Gráfico N° 50**  
**Duración del portafolio TIPS y Índice Barclays 1-10 años**

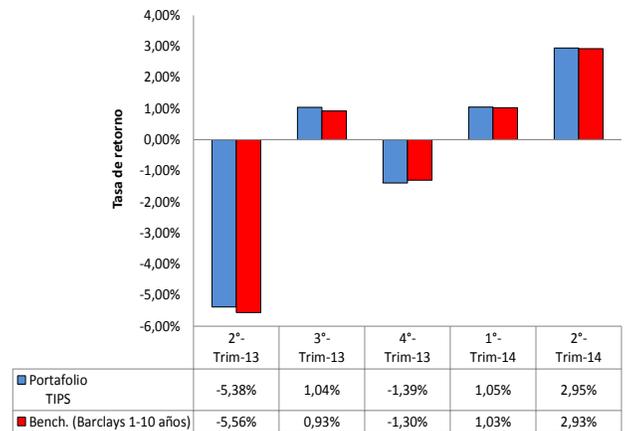


Durante el primer semestre de 2014, el retorno del portafolio fue positivo alcanzando 4,03%, 4 p.b. por encima del comparador referencial (Cuadro N° 7 y Gráfico N° 51).

**Cuadro N° 7**  
**Portafolio de TIPS**  
**Retorno – Riesgo**

	2°-Trim-13	3°-Trim-13	4°-Trim-13	1°-Trim-14	2°-Trim-14
Portafolio TIPS	-5.38%	1.04%	-1.39%	1.05%	2.95%
Bench. (Barclays 1-10 años)	-5.56%	0.93%	-1.30%	1.03%	2.93%
Diferencia (En pb)	17	11	-9	2	2
Ingresos (En millones de USD)	-27.6	5.0	-6.8	5.0	14.4

**Gráfico N°51**  
**Retorno trimestral del Portafolio de TIPS**



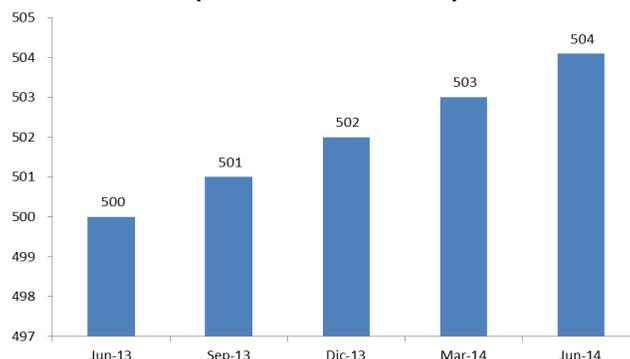
**1.7.2.5. Portafolio RAMP**

El Portafolio RAMP, que forma parte del Programa de Asistencia Técnica del Banco Mundial<sup>4</sup>, tiene un índice de referencia de Títulos del Tesoro de EE.UU. con vencimientos de 0 a 3 años y una duración promedio de 1,4 años.

Al 30 de junio de 2014, el valor de mercado del portafolio incrementó en USD 2 millones por las inversiones realizadas desde inicio de gestión (Gráfico N° 52).

<sup>4</sup> El programa RAMP tiene una duración de tres años y tiene el objetivo de colaborar a las instituciones oficiales y de gobierno del mundo a fortalecer las habilidades de administración de reservas internacionales, a través del desarrollo de la capacidad “dentro-de-casa” y del empleo de proveedores de servicios financieros que ayudan a que los países logren un manejo eficiente de sus reservas internacionales.

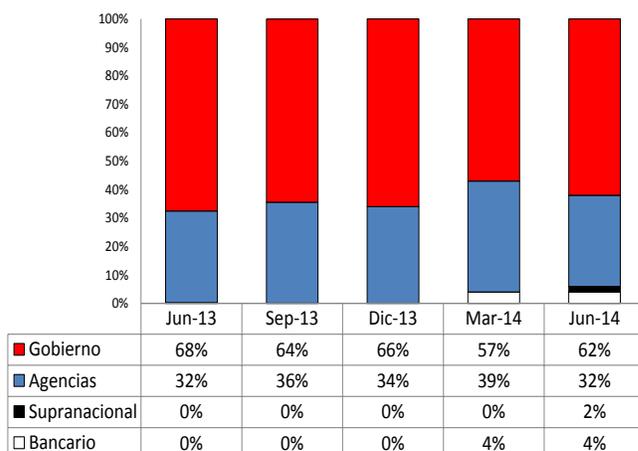
**Gráfico N°52**  
**Valor de mercado del Portafolio de RAMP**  
**(En millones de USD)**



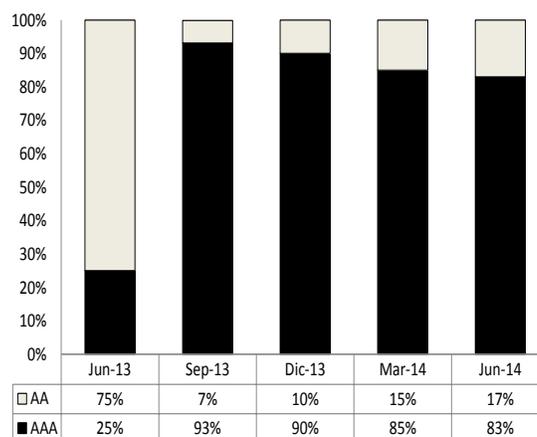
Al finalizar el semestre el administrador delegado amplió ligeramente las inversiones en el sector gobierno, alcanzando una participación del 62% del portafolio (Gráfico N°53).

Por otro lado, el 83% del portafolio está invertido en emisores de la máxima calidad crediticia AAA y un 17% en emisores AA (Gráfico N° 54).

**Gráfico N° 53**  
**Estructura por sector**

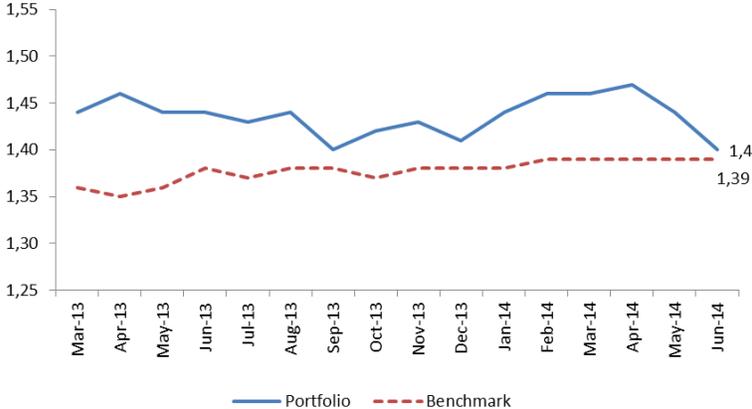


**Gráfico N° 54**  
**Estructura por calificación crediticia**



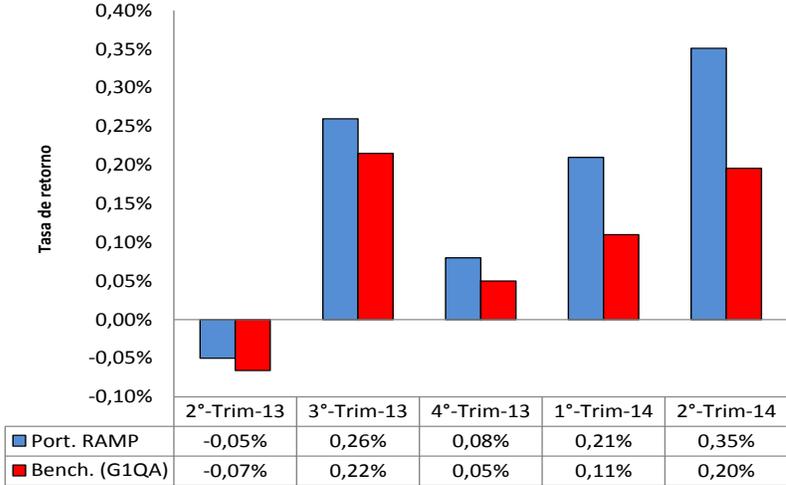
Ante la expectativa de incrementos en el rendimiento de las notas del tesoro, el administrador durante el semestre redujo de forma paulatina la duración del portafolio, aunque finalizó el trimestre con una duración ligeramente superior a la del comparador referencial (Gráfico N° 55).

**Gráfico N° 55**  
**Duración del portafolio RAMP vs benchmark<sup>5</sup>**



El retorno del portafolio durante el primer semestre de 2014 fue de 0,56%, 25 p.b. por encima del comparador referencial (Gráfico N° 56).

**Gráfico N° 56**  
**Retorno trimestral del Portafolio de RAMP**

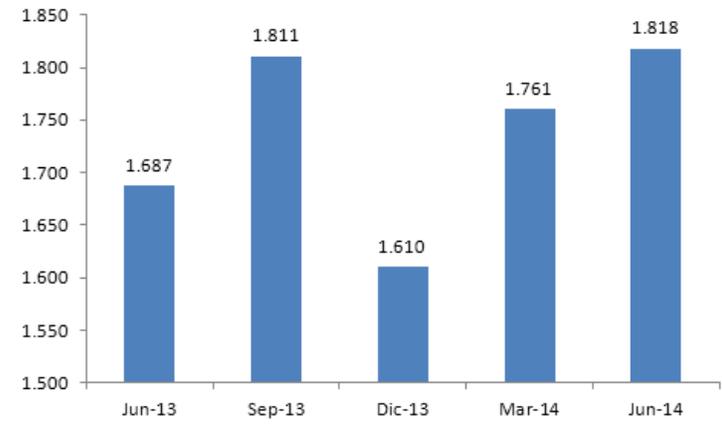


**1.7.3. Portafolio Oro**

Al 30 de junio de 2014, el valor de mercado del portafolio de oro se incrementó en USD 208 millones desde inicio de la gestión debido a la apreciación en el valor de mercado del metal precioso (Gráfico N° 57).

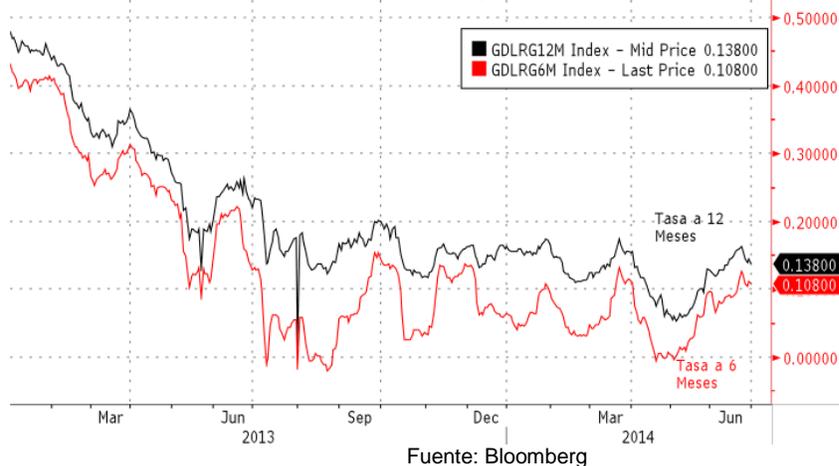
<sup>5</sup>Índice de Merrill Lynch de las Notas del Tesoro de Estados Unidos de 0 a 3 años

**Gráfico N° 57**  
**Valor de mercado del portafolio**  
**en millones de USD**



Durante el primer semestre de 2014, las tasas ofrecidas para depósitos de oro a 6 y 12 meses tuvieron un comportamiento volátil; la tasa a 6 meses se incrementó de 0,065% a 0,108% y la tasa a 12 meses declinó de 0,163% a 0,138%. Este movimiento se explica por la incertidumbre generada por los conflictos geopolíticos y la decisión del BCE de reducir su tasa de interés referencial (Gráfico N° 58).

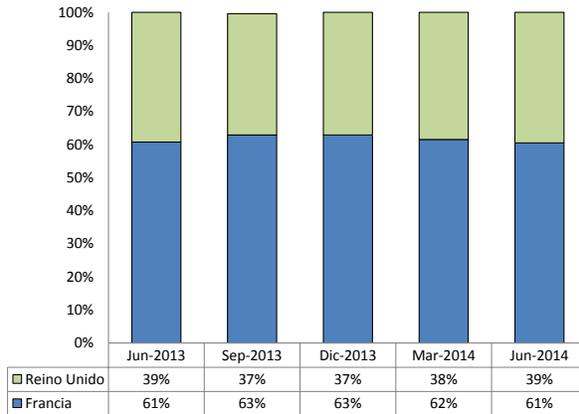
**Gráfico N° 58**  
**Tasas de interés de depósitos en oro**



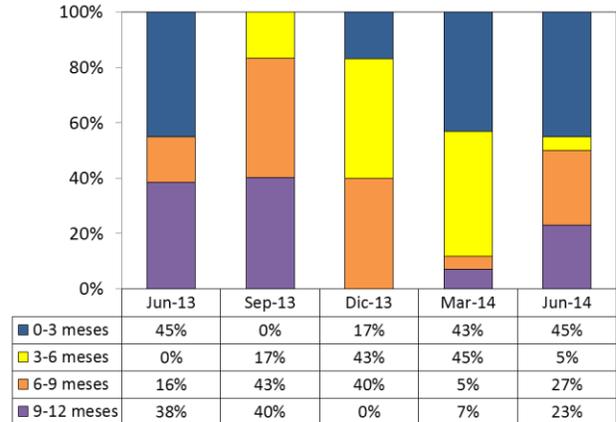
Se espera que las tasas se mantengan en sus niveles actuales en el corto plazo debido al exceso de liquidez proveniente de la reducción de tasas del BCE.

Durante el primer semestre de 2014 la estrategia para el portafolio oro fue de mantener la exposición al sector bancario e incrementar ligeramente la duración con plazos de hasta 12 meses con el objetivo de aprovechar el empinamiento de la curva. Consecuentemente, el portafolio se encuentra invertido en su totalidad en el sector bancario, principalmente en bancos franceses que alcanzaron una participación de 61% del total (Gráfico N° 59).

**Gráfico N° 59**  
**Estructura del Portafolio de Oro por país**



**Gráfico N° 60**  
**Estructura del Portafolio de Oro por plazo**



Al finalizar el semestre la estructura del portafolio por plazo mostró una disminución en el tramo de 0-3 meses de 45% a 5% y un incremento en el tramo de 9-12 de 7% a 23% (Gráfico N° 60)

Durante el primer semestre de 2014, el Portafolio de Oro tuvo un rendimiento de 0,23%, generando un ingreso de USD 4,4 millones (Cuadro N°8).

**Cuadro N° 8**  
**Portafolio Oro**

	1°-Trim-13	2°-Trim-13	3°-Trim-13	4°-Trim-13	1°-Trim-14	2°-Trim-14
Rend. Port. Oro	0.17%	0.16%	0.13%	0.12%	0.12%	0.11%
Ingresos (En mill. USD)	4	3.5	2.6	2.3	2.3	2.1

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

En el primer semestre de 2014 los ingresos por la inversión de las reservas internacionales ascendieron a USD 72,6 millones con una tasa de retorno de 0,52% (Cuadro N° 10).

Desde inicio de año, las reservas monetarias internacionales generaron ingresos por USD 68,3 millones equivalente a una tasa de retorno de 0,56% en tanto que las inversiones de oro obtuvieron un ingreso de USD 4,4 millones con una tasa de retorno de 0,23%.

**Cuadro N° 9**  
**Rendimiento e Ingresos por la inversión de las Reservas Internacionales\***

		Gestión 2013		Enero - Junio 2014	
		Ingresos (En miles de USD)	Retorno	Ingresos (En miles de USD)	Retorno
<b>Capital de Trabajo</b>		<b>510</b>	<b>0,26%</b>	<b>241</b>	<b>0,14%</b>
1)	Portafolio de Liquidez	65.078	0,82%	29.033	0,34%
2)	Portafolio Euro	6.029	0,39%	5.066	0,32%
3)	Portafolio TIPS	25.319	2,56%	19.455	4,03%
4)	Portafolio RAMP <sup>(1)</sup>	-28.167	-5,51%	2.822	0,56%
5)	Portafolio Global	1.595	0,32%	11.666	1,12%
<b>Capital de Inversión</b>		<b>69.855</b>	<b>0,63%</b>	<b>68.042</b>	<b>0,57%</b>
<b>Total Reservas Monetarias</b>		<b>70.364</b>	<b>0,62%</b>	<b>68.283</b>	<b>0,56%</b>
6)	Oro	12.474	0,59%	4.354	0,23%
<b>TOTAL GENERAL</b>		<b>82.838</b>	<b>0,62%</b>	<b>72.637</b>	<b>0,52%</b>

(\*) Los ingresos no incluyen las variaciones cambiarias del oro, euro, dólar canadiense, dólar australiano y yuán. Los retornos enero – junio 2014 no son anualizados.

<sup>(1)</sup> El portafolio RAMP se constituyó el 14 de marzo de 2013.

Asimismo, parte de los ingresos generados por la inversión de las reservas, fueron transferidos al TGN para el pago del Bono Juana Azurduy, beneficiando a mujeres embarazadas y niños y niñas menores a 2 años, que durante la gestión 2013 alcanzó a Bs.-162,9 millones equivalentes a USD 23,7 millones y durante el primer semestre de 2014 fue de Bs.- 76,7 millones equivalente a USD 11,2 millones.

En el primer semestre de 2014, los rendimientos obtenidos por la inversión de las reservas internacionales superaron a sus comparadores referenciales, generando un exceso de retorno en todos los portafolios de inversión:

**Cuadro N° 10**  
**Rendimiento de los Portafolios en comparación con sus Benchmarks(\*)**

	Gestión 2013			Enero - Junio 2014		
	Portafolio	Benchmark	Dif. (En pb)	Portafolio	Benchmark	Dif. (En pb)
Portafolio de Liquidez	0,82%	0,34%	48	0,34%	0,11%	23
Portafolio Euro	0,39%	0,05%	34	0,32%	0,13%	19
Portafolio TIPS	2,56%	1,71%	85	4,03%	3,99%	4
Portafolio RAMP <sup>(1)</sup>	-5,51%	-5,59%	8	0,56%	0,31%	25
Portafolio Global	0,32%	0,24%	8	1,12%	0,81%	31
<b>Total Reservas Monetarias Internacionales</b>	<b>0,62%</b>	<b>0,17%</b>	<b>45</b>	<b>0,56%</b>	<b>0,34%</b>	<b>22</b>

(\*) Los ingresos no incluyen las variaciones cambiarias del oro, euro, dólar canadiense, dólar australiano y yuán. Los retornos enero – junio 2014 no son anualizados.

<sup>(1)</sup> El portafolio RAMP se inició el 14 de marzo de 2013

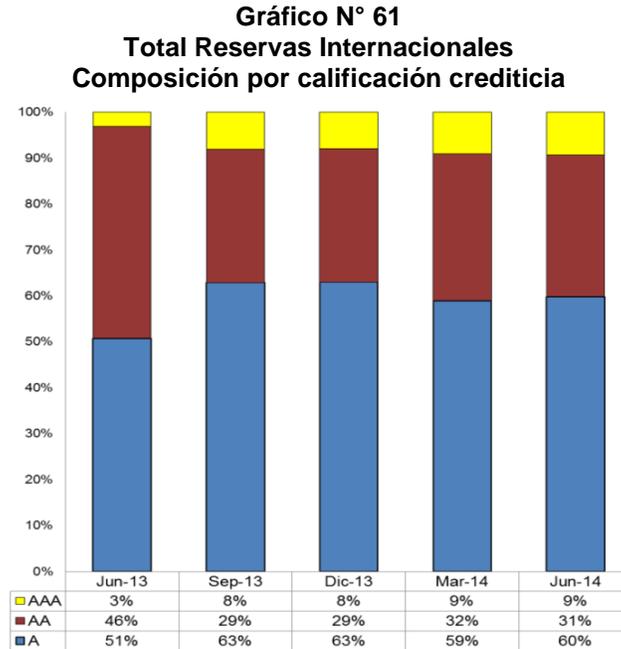
## 5. GESTIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS

El Departamento de Control de Inversiones certifica que durante el primer semestre de 2014 en todas y cada una de las inversiones de las reservas internacionales se cumplieron las normas, límites y lineamientos de inversión establecidos por el Directorio del BCB y por el Comité de Reservas Internacionales (CRI).

### 5.1 Riesgo crediticio

#### 5.1.1 Composición por calificación de riesgo crediticio

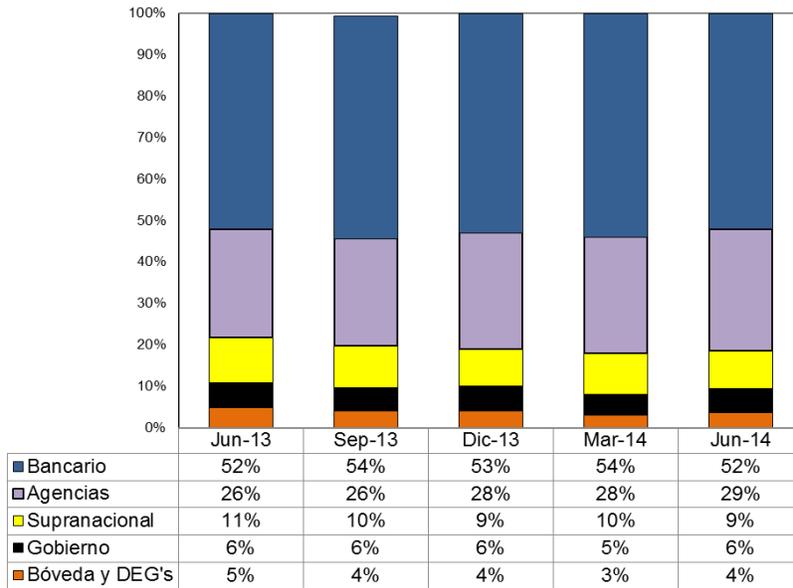
Durante el primer semestre de 2014, la calidad crediticia de las inversiones se mantuvo alta, con un incremento en las inversiones AAA y AA de 1% y 2%, respectivamente con relación a diciembre de 2013 y un decremento en las inversiones calificadas como A en 3% (Gráfico N° 61).



#### 5.1.2 Composición por sector

En el primer semestre de 2014 la composición por sector se mantuvo estable en relación a diciembre 2013 (Gráfico N° 62).

**Gráfico N° 62**  
**Composición del total de Reservas Internacionales por sector de inversión**

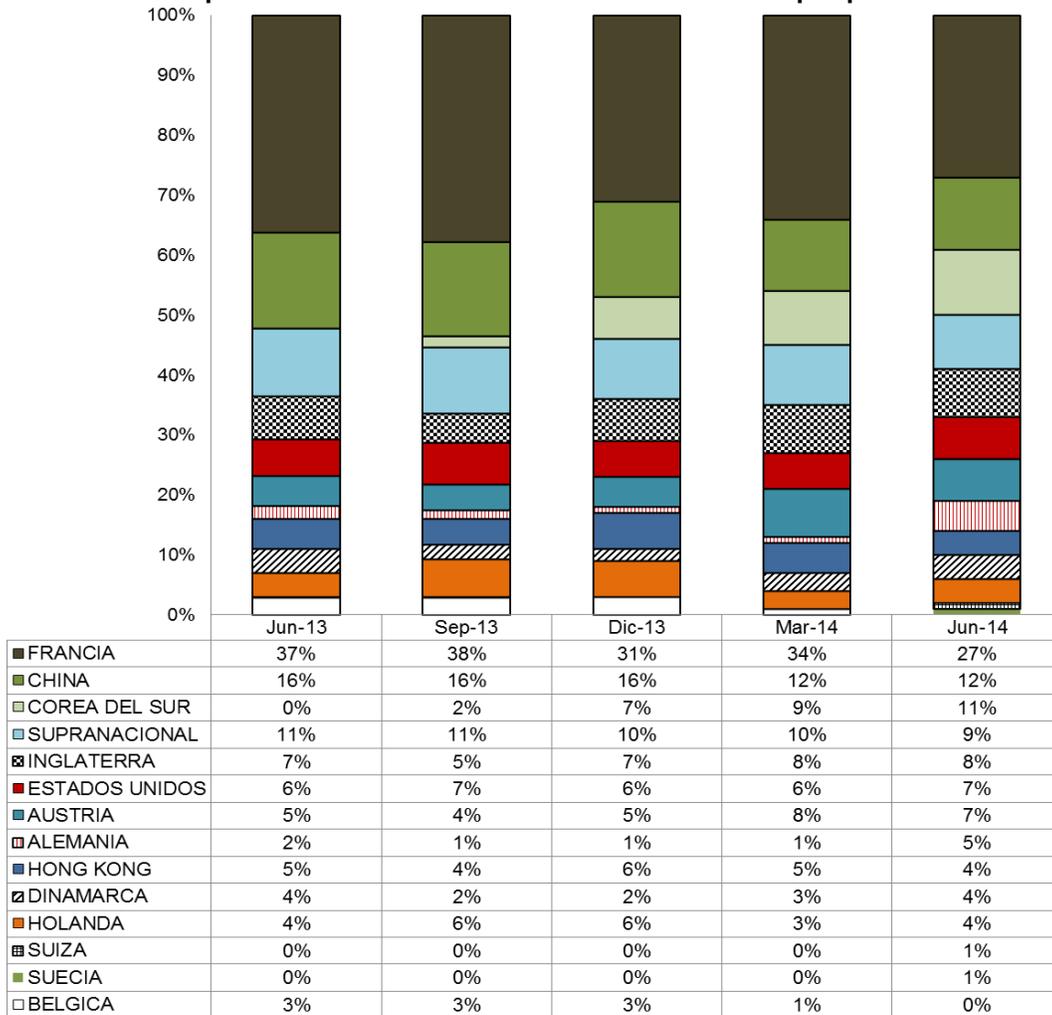


Adicionalmente, dentro de cada sector se mantuvieron niveles adecuados de diversificación. A junio de 2014 la exposición por banco no superó el 5% y las inversiones por agencia y por entidad supranacional no superaron el 15% de las reservas monetarias internacionales.

### 5.1.3 Composición por país

Al 30 de junio de 2014, el 27% de las Reservas Internacionales se encuentran invertidas en Francia, el 12% en China y el 11% en Corea del Sur, incrementando la diversificación por país en relación a diciembre de 2013 (Gráfico N° 63)

**Gráfico N° 63**  
**Composición del total de Reservas Internacionales por país**



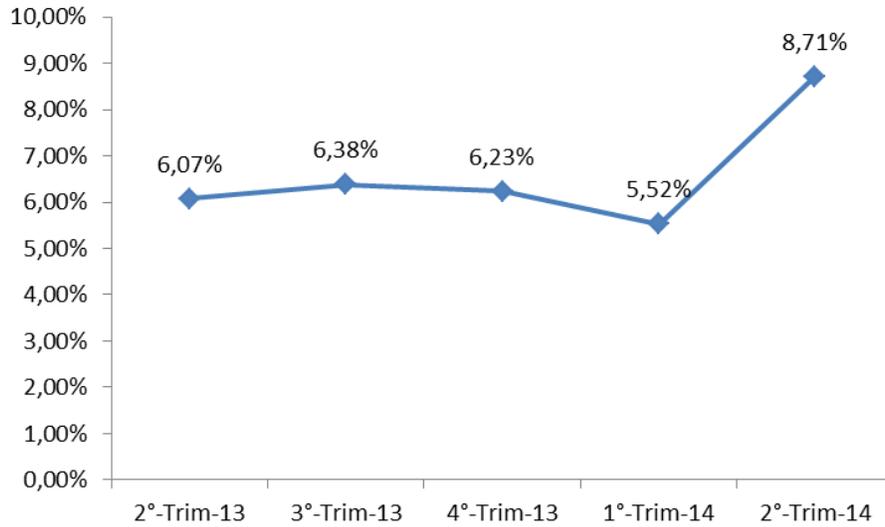
(\*) No incluye Bóveda y DEG's

## 5.2 Riesgo de mercado

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

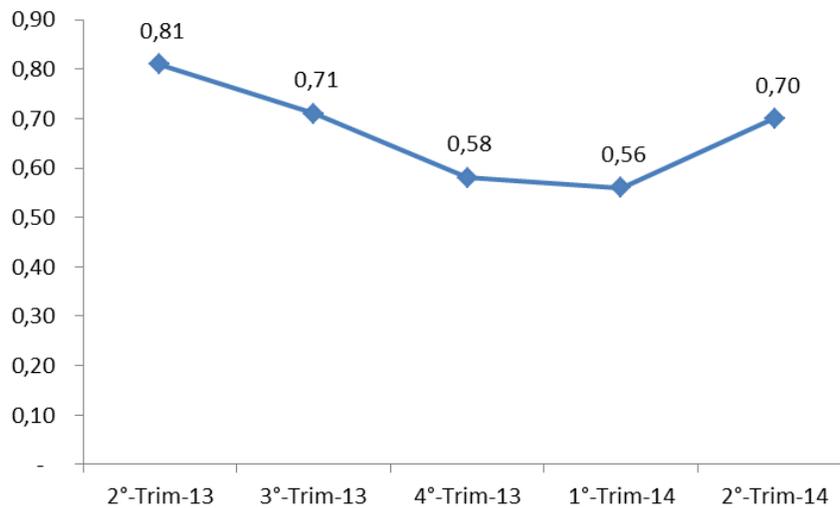
Realizadas 10.000 simulaciones con los datos históricos de los comparadores referenciales al inicio de cada trimestre se obtuvo que la probabilidad ex-ante de obtener pérdidas en 1 año para junio de 2014 es de 8,71%, es decir, que existe una probabilidad de 91,29% de no generar pérdidas en 1 año.

**Gráfico N° 64**  
**Probabilidad ex ante de obtener retornos negativos**



A junio de 2014, la duración de las reservas internacionales ascendió a 0,70 años equivalente a 8 meses. Con relación a diciembre 2013 la duración se incrementó debido a las inversiones a plazos mayores en el Portafolio Global. A pesar de este incremento, las inversiones en promedio continúan siendo de corto plazo –vencimiento promedio menor a 1 año, por lo que el riesgo de perder por un movimiento adverso en las tasas de interés es bajo. (Gráfico N° 65).

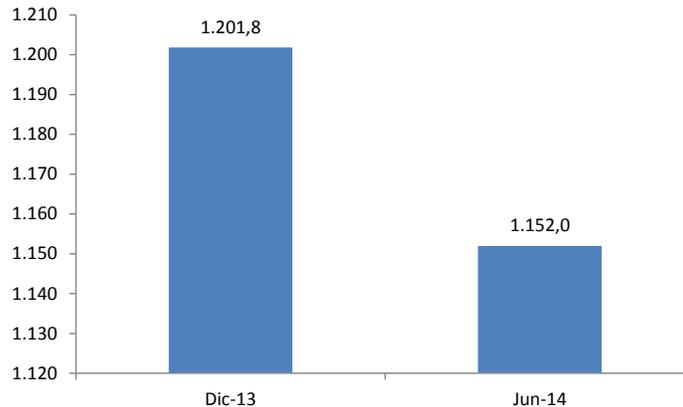
**Gráfico N° 65**  
**Duración de las Reservas Internacionales**



## 6. PORTAFOLIO FINPRO

Al 30 de junio de 2014 el valor de mercado del Portafolio FINPRO alcanzó a USD 1.152 millones, menor en USD 49,8 millones respecto al valor registrado al 31 de diciembre de 2013, debido a los desembolsos ejecutados durante el periodo (Gráfico N° 66).

**Gráfico N° 66**  
**Evolución Valor de Mercado**  
**en millones de USD**



El primer semestre de 2014 la disponibilidad del Portafolio FINPRO fue invertida en el sector bancario, de agencias de gobierno y supranacionales, manteniendo una alta calidad crediticia de las emisiones, de manera análoga a las inversiones de las Reservas Internacionales, con criterios de seguridad, preservación de capital, liquidez, diversificación y rentabilidad.

Los desembolsos realizados durante el primer semestre de 2014 se muestran en el siguiente cuadro:

**Cuadro N° 11**  
**Desembolsos del Portafolio FINPRO**

Fecha	Transferencia	Proyecto
21 de enero de 2014	USD 24,3 millones	Empresa Nacional Estratégica Quipus
19 de marzo de 2014	USD 28,9 millones	Empresa Nacional Estratégica Quipus

En relación al desempeño del Portafolio FINPRO, con las inversiones efectuadas desde inicio de la gestión hasta el 30 de junio de 2014, el retorno del portafolio fue de 0,30% representando un ingreso de USD 3,4 millones.

## **7. PERSPECTIVAS PARA EL SEGUNDO SEMESTRE DE 2014**

Para el segundo semestre de 2014, se espera que el crecimiento de EE.UU. y Europa sea sostenible y mejore moderadamente. De igual forma, se espera que la reducción del programa de compra de títulos del FED finalice en la presente gestión, con una perspectiva de subida de tasas durante el primer semestre del 2015.

En la Zona Euro, se espera que continúen los estímulos por el Banco Central Europeo apoyando la recuperación de su economía y niveles aceptables de inflación, lo cual a su vez mantendrá una alta liquidez manteniendo bajas las tasas de interés a plazos menores a un año.

En este escenario de bajas tasas de interés, el BCB continuará invirtiendo las Reservas Internacionales privilegiando los criterios de seguridad, preservación de capital y liquidez.

# GLOSARIO DE TÉRMINOS

**Agencias de gobierno**

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

**Break Even**

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

**Capital de Trabajo**

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

**Capital de Inversión**

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

**Certificado de Depósito**

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

**Comparador referencial (Portafolio benchmark)**

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

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

**Credit Default Swaps (CDS)**

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

**Criterios de inversión de las reservas internacionales**

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

**a) Seguridad**

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

**b) Preservación de Capital**

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

**c) Liquidez**

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

**d) Diversificación**

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

**d) Rendimiento**

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

**Cupón**

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

**Depósitos a plazo fijo**

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

**Depósitos overnight**

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

**Duración**

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

**Emisiones supranacionales**

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

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

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

**Ingresos**

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

**Portafolio**

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

**Portafolio de Liquidez**

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

**Portafolio de Oro**

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

**Portafolio Euro**

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

**Portafolio Global**

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

**Producto Interno Bruto (PIB)**

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

**Puntos básicos**

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

**Rating crediticio**

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

**Remesa de efectivo**

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

**Rendimiento**

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

**Reservas Internacionales**

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

**Reservas Internacionales Netas**

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

**Reservas Monetarias Internacionales**

Son las reservas internacionales del BCB excluido el oro.

**Riesgo**

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

**Riesgo cambiario**

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

**Riesgo Crediticio**

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

**Riesgo de Concentración**

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

**Riesgo de mercado**

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

**Riesgo de liquidez**

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

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

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

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

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

**Treasury Bill**

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

**Treasury Inflation Protected Securities (TIPS)**

**Títulos Valores del Tesoro Protegidos contra la Inflación**

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

# ABREVIACIONES

<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>RAMP</b>	Programa de administración delegada del Banco Mundial (Reserves Advisory & Management Program)
<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