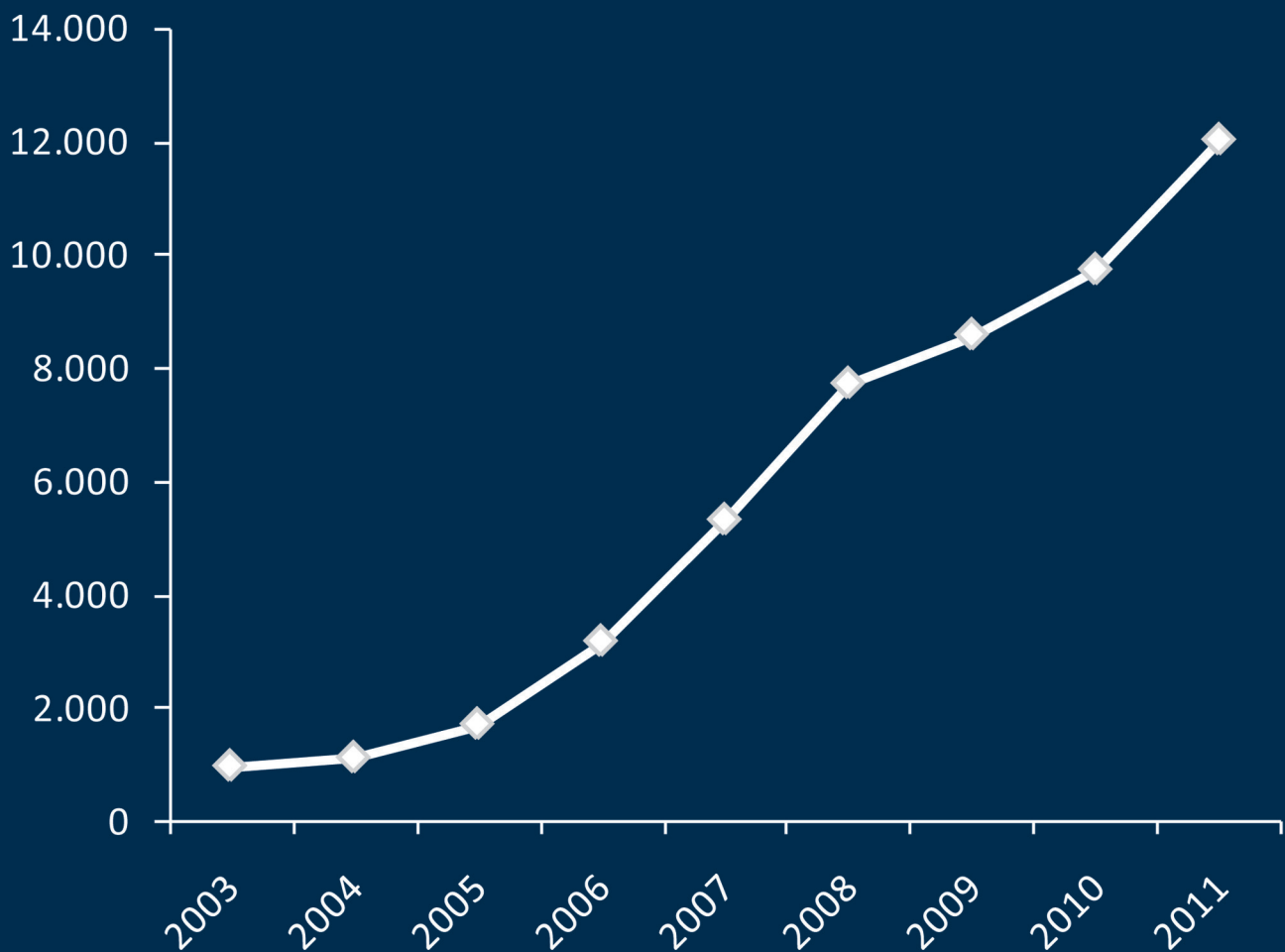


ADMINISTRACIÓN *de las* RESERVAS INTERNACIONALES

GESTIÓN 2011



Banco Central de Bolivia

ADMINISTRACIÓN *de las*
RESERVAS
INTERNACIONALES

GESTIÓN 2011

Banco Central de Bolivia

Gerencia de Operaciones Internacionales

Índice

1. RESUMEN EJECUTIVO.....	3
2. EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DEL BCB	5
2.1 Nivel y evolución de las reservas internacionales.....	5
2.2 Flujo de ingresos y egresos de las reservas internacionales.....	6
2.3 Ratios de las Reservas Internacionales	7
3. ESTRUCTURA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES	9
3.1 Estructura por Portafolios	9
3.2 Estructura por monedas y oro	10
4. RESULTADOS DE LA INVERSIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES.....	15
4.1 Ingresos y rendimientos en la inversión de las reservas internacionales	15
4.2 Rendimiento de las reservas y sus comparadores referenciales (benchmarks).....	15
4.3 Variaciones en la valoración de los Portafolios Euro, Global y del Oro.....	16
5. ENTORNO INTERNACIONAL.....	17
6. CAPITAL DE TRABAJO.....	27
7. CAPITAL DE INVERSIÓN	29
7.1 Portafolio de Liquidez.....	30
7.2 Portafolio de Depósitos	34
7.3 Portafolio de Diversificación-Euro	37
7.4 Portafolio Global	40
7.4.1 Inversiones en dólares australianos.....	40
7.4.2 Inversiones en dólares canadienses	42
8. RESERVAS DE ORO	45
9. CUMPLIMIENTO DE NORMAS Y LÍMITES	53
10. GESTIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS	55
10.1 Riesgo crediticio	55
10.1.1. Composición por calificación de riesgo crediticio.....	55
10.1.2 Cambios de calificación crediticia de las contrapartes.....	55
10.1.3 Composición por sector.....	56
10.2. Riesgo global y de tasas de interés.....	57
10.2.1 Riesgo global.....	57
10.2.2 Riesgo de tasas de interés.....	58
11. ADMINISTRACIÓN DEL FONDO RAL-ME.....	63
12. PERSPECTIVAS PARA LA GESTIÓN 2012	67
GLOSARIO DE TÉRMINOS.....	69
ABREVIACIONES	73

Evaluación de las Inversiones de las Reservas Internacionales del Banco Central de Bolivia

Gestión 2011

1. Resumen Ejecutivo

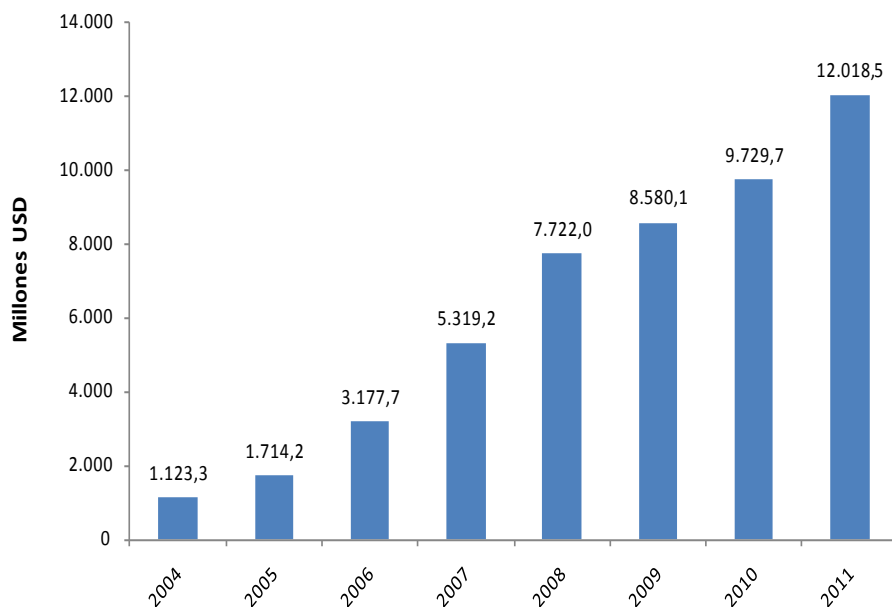
1. Al 31 de diciembre de 2011 las reservas internacionales alcanzaron a USD 12.018,5 millones con un incremento de USD 2.288,9 millones respecto a la gestión 2010.
2. En la gestión 2011 se diversificaron las reservas internacionales con inversiones en dólares canadienses (CAD) y dólares australianos (AUD) con una participación de 3% sobre el total de reservas cada una y se incrementaron las reservas en oro en 7 toneladas aumentando su participación a 18% del total de las reservas.
3. Para preservar la seguridad de las inversiones en un entorno de crisis de deuda europea, se disminuyeron las asignaciones en el sector bancario invirtiéndolas en agencias de gobierno y entidades supranacionales.
4. El ingreso por la inversión de las reservas internacionales alcanzó a USD 79,6 millones con una tasa de rendimiento anual del 0,75%.
5. El entorno económico internacional estuvo marcado por el endurecimiento de la crisis fiscal de los países de la Zona Euro que se extendió a las economías desarrolladas y la crisis de deuda en Estados Unidos, factores que influyeron en la disminución del crecimiento global. En este contexto, las agencias calificadoras de riesgo crediticio, principalmente en el cuarto trimestre de 2011, efectuaron diferentes revisiones y disminuciones de calificación crediticia debido a los efectos negativos de la crisis de deuda particularmente de la Zona Euro.
6. Para la gestión 2012 se espera que continúe la incertidumbre generada por la crisis financiera internacional, un deterioro del crecimiento principalmente en los países de la Zona Euro, la continuidad de la política expansiva por las autoridades monetarias y bajas 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. Evolución de las Reservas Internacionales del BCB

2.1 Nivel y evolución de las reservas internacionales

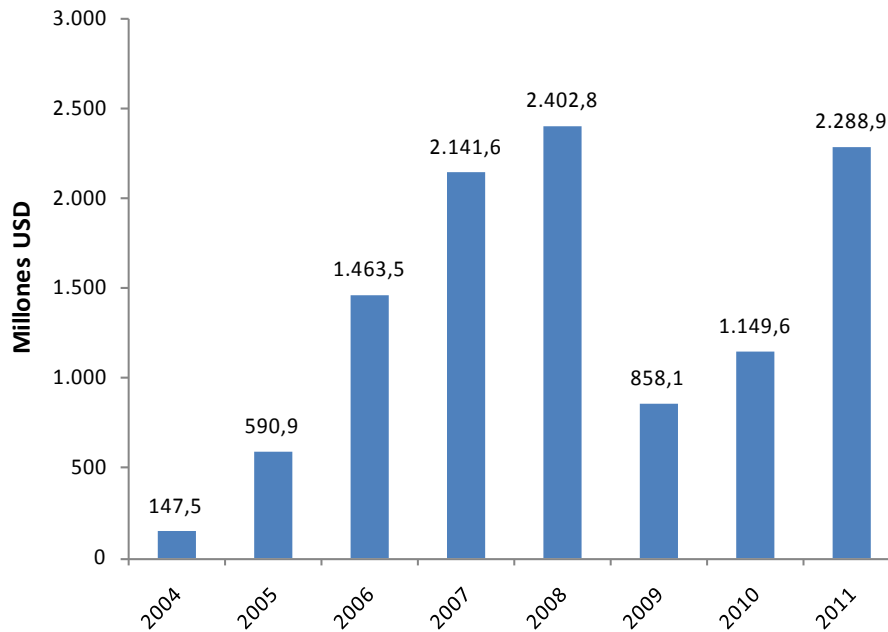
Al 31 de diciembre de 2011, las Reservas Internacionales alcanzaron a USD 12.018,5 millones, con un incremento de 24% (USD 2.288,9 millones) superior al crecimiento promedio de 12% de los dos años anteriores (Gráfico N° 1).

Gráfico N° 1
Evolución Anual de las Reservas Internacionales
2004-2011
En millones de USD



El gráfico N° 2 muestra un permanente incremento de las reservas internacionales, destacándose las gestiones 2007, 2008 y 2011 con montos superiores a los USD 2.000 millones.

Gráfico N° 2
Variación Anual de las Reservas Internacionales 2004-2011
 (En millones de USD)



Este importante crecimiento de las reservas estuvo impulsado principalmente por los ingresos provenientes de las exportaciones de gas de YPF, los desembolsos de deuda externa y las exportaciones de la Empresa Metalúrgica Vinto.

2.2 Flujo de ingresos y egresos de las reservas internacionales

En el año 2011 el flujo neto de ingresos de las Reservas Internacionales alcanzó a USD 2.236 millones, como resultado de entradas por USD 4.067 millones y salidas de USD 1.832 millones.

En los ingresos se destacan las exportaciones de gas de YPF por USD 2.316 millones, desembolsos de créditos externos de USD 472 millones, exportaciones de la Empresa Metalúrgica Vinto con USD 294 millones y las exportaciones del sector privado canalizadas a través del BCB por USD 290 millones.

Los egresos principalmente fueron por los pagos de YPF por importación de diesel y otros por USD 767 millones, los pagos a PDVSA por USD 474 millones, el servicio de deuda externa a largo plazo por USD 224 millones y los gastos fiscales de USD 258 millones, como se detalla en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 1
Flujo de Fondos
Periodo 2008 - 2011
(En millones de USD)

	2008	2009	2010	2011
Ingresos	3.724,3	2.223,3	3.104,8	4.067,0
Exportaciones de YPFB	2.122,1	1.648,8	1.748,2	2.316,4
Desembolsos de créditos externos	213,8	305,8	426,5	471,8
Exportaciones de Empresa Metalúrgica Vinto	175,3	158,5	229,0	294,1
Exportaciones del Sector Privado	387,2	243,7	171,5	289,6
Transferencias del Fondo RAL M/E (Neto)	-55,1	-331,8	50,4	285,6
Embajadas y Organismos Internacionales	305,4	9,6	70,0	160,1
Otros	575,6	188,7	409,2	249,4
Egresos	1.480,3	1.258,5	1.534,1	1.831,5
Importaciones de YPFB	382,6	452,3	477,5	766,6
Servicio de Deuda Externa Pagos PDVSA	192,3	144,2	280,1	473,6
Servicio de Deuda Externa Pagos M y LP	260,3	212,4	212,9	223,9
Gastos Fiscales	50,4	131,6	149,1	257,9
Transferencias del Sistema Financiero	465,7	223,3	266,3	0,0
Otros	129,0	94,7	148,2	109,5
Entrada Neta	2.243,9	964,8	1.570,7	2.235,5

2.3 Ratios de las Reservas Internacionales

Los ratios de cobertura de las reservas internacionales permanecieron entre los mejores de la región y el mundo (Cuadro N° 2).

Cuadro N° 2
Ratios de Cobertura de las Reservas Internacionales Netas
(En porcentaje)

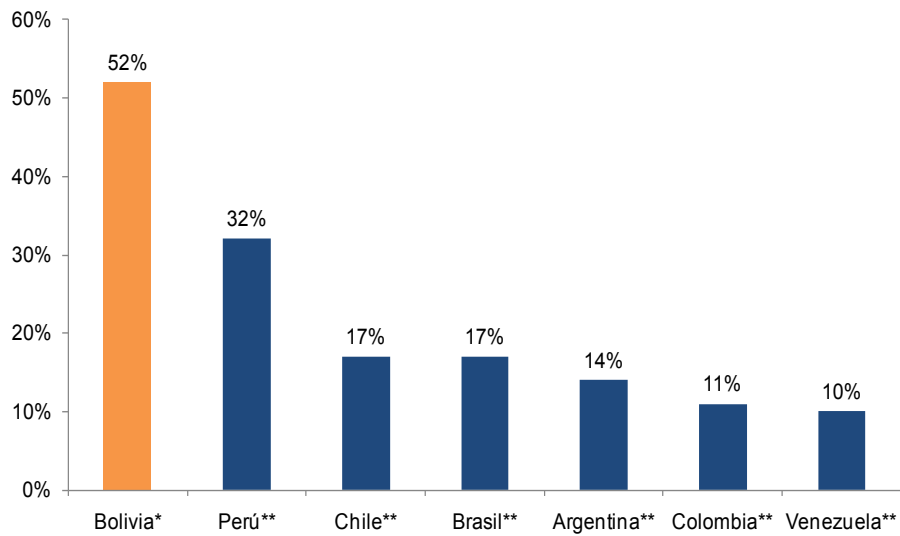
Variable	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
Reservas Internacionales Netas (Millones de USD)	1.123	1.714	3.178	5.319	7.722	8.580	9.730	12.018
RIN en porcentajes de:								
Producto Interno Bruto (PIB)	13	18	28	40	46	49	49	52
Depósitos totales	34	48	78	103	115	103	109	112
Dinero en sentido amplio (M ³)	30	40	62	77	86	80	80	83
Importaciones*	61	73	113	154	152	189	181	159

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

* Datos proyectados del PIB e importaciones a diciembre de 2011

Se destaca el ratio de Reservas Internacionales respecto al PIB que muestra un nivel de 52% a finales de 2011. Se ratifica por otro año más, que Bolivia es el país de la región con la mejor relación de Reservas Internacionales a PIB (Gráfico N°3).

Gráfico N° 3
Comparación Regional Ratio RIN/PIB



Fuente: Banco Central de Bolivia (Asesoría de Política Económica) – Estimaciones Bancos Centrales

*Dato en base a proyecciones a diciembre de 2011

**Últimas estimaciones disponibles a diciembre 2011

Los actuales niveles de reservas permiten cubrir en un 112% el total de los depósitos del público en el sistema financiero, en moneda nacional y moneda extranjera, que equivalen a USD 10.715 millones.

Las reservas internacionales alcanzan un 83% del dinero amplio en la economía, que está compuesto por billetes y monedas en poder del público, depósitos a la vista, caja de ahorros, a plazo fijo y otras obligaciones en moneda nacional, extranjera, mantenimiento de valor y UFV.

Asimismo, los niveles actuales de Reservas Internacionales permitirían cubrir más de un año y medio de importaciones, muy por encima del nivel tradicionalmente utilizado de 3 meses de importación, ratificando la sólida posición con el exterior.

3. Estructura de las Reservas Internacionales

3.1 Estructura por Portafolios

Durante la gestión 2011, la estructura de las reservas internacionales presentó cambios referidos a la implementación del Portafolio Global con inversiones en dólares canadienses y australianos y la compra de 7 toneladas de oro en los mercados internacionales, que favorecen la diversificación de las inversiones. Asimismo, disminuyeron las inversiones en el Portafolio de Depósitos, incrementándose el Portafolio de Liquidez y el Capital de Trabajo como medida prudencial debido a la persistencia de la crisis de deuda europea, para contar con niveles que permitan cubrir las necesidades de efectivo del público a través del sistema financiero.

Cuadro N° 3
Estructura de las Reservas Internacionales¹ diciembre 2010 – diciembre 2011

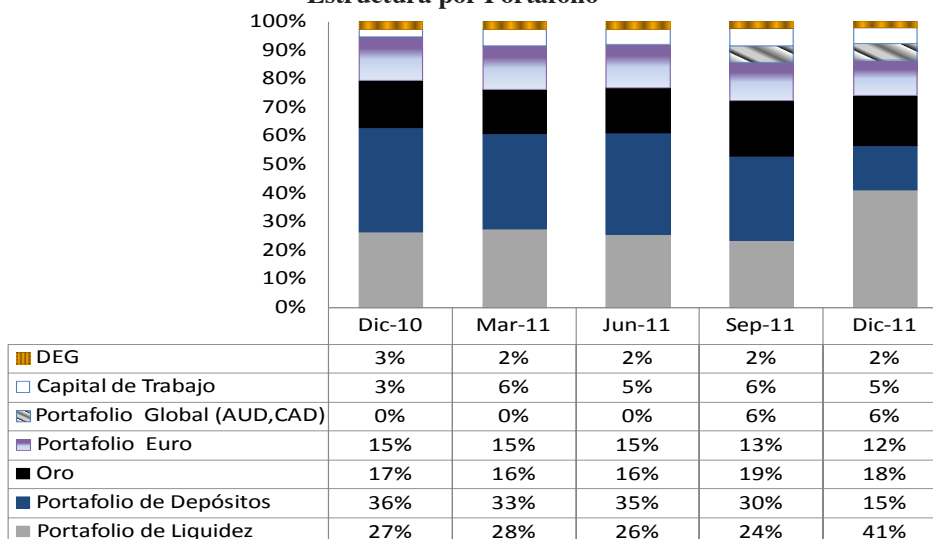
	31-Dic-2010		31-Dic-2011	
	En millones de USD	Participación Porcentual	En millones de USD	Participación Porcentual
1. Billetes y Monedas	217,9	2%	454,1	4%
2. Depósitos Vista	25,8	0%	203,6	2%
A) Capital de Trabajo (1+2)	243,6	3%	657,6	5%
3. Portafolio de Liquidez	2.599,5	27%	4.972,2	41%
4. Portafolio de Depósitos	3.535,5	36%	1.861,3	15%
5. Portafolio de Diversificación - Euro	1.498,3	15%	1.478,4	12%
6. Portafolio Global (6.1 + 6.2)	0,0	0%	683,4	6%
6.1 Dólares Australianos (AUD)	-	-	343,2	3%
6.2 Dólares Canadienses (CAD)	-	-	340,1	3%
7. DEG's	255,6	3%	253,2	2%
B) Capital de Inversión (3+4+5+6+7)	7.888,8	81%	9.248,6	77%
C) Total Reservas Monetarias (A+B)	8.132,5	83%	9.906,2	82%
D) Oro	1.612,9	17%	2.128,7	18%
E) Reservas Internacionales (C+D)	9.745,4	100%	12.034,9	100%

Fuente: BCB -Gerencia de Operaciones Internacionales

El Capital de Trabajo se incrementó de 3% a 5%, el Portafolio de Depósitos con inversiones en el sector bancario se redujo de 36% a 15%, se constituyó el Portafolio Global con una participación del 6% y se incrementó las tenencias de oro de 17% a 18%. Asimismo, se incrementó la participación del Portafolio de Liquidez de 27% a 41% buscando mayor seguridad en las inversiones, en un entorno de incertidumbre y crisis de la Zona Euro (Gráfico N° 4).

¹ La diferencia de USD 16,4 millones con las reservas internacionales netas se origina en el tramo de reservas del FMI por USD 13,6 millones, variaciones cambiarias por USD -29,5 millones y obligaciones netas de corto plazo por USD 0,5 millones.

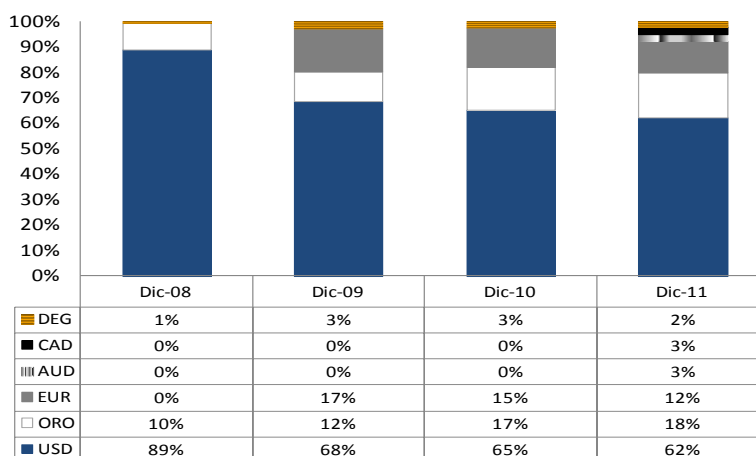
Gráfico N° 4
Estructura por Portafolio



3.2 Estructura por monedas y oro

Continuando con la diversificación en la inversión de las reservas internacionales, en agosto de 2011, se efectuó la compra de 7 toneladas de oro en los mercados financieros internacionales, equivalente a USD 402 millones y en septiembre se efectuaron inversiones por 345 millones de Dólares Canadienses (CAD) equivalentes a USD 349 millones y 330 millones de Dólares Australianos (AUD) equivalentes a USD 350 millones.

Gráfico N° 5
Estructura por Monedas



Al 31 de diciembre de 2011, la participación del USD disminuyó a 62%, el oro alcanzó 18%, el Euro (EUR) al 12% y se incorporaron las inversiones en CAD y AUD por un total de 6%.

La diversificación de las reservas también se observó en los países de la región, destacándose el caso de Perú que incrementó la participación en otras monedas de 18% a 40% en noviembre de 2011 (Cuadro N° 4).

Cuadro N° 4
Composición de las Reservas Internacionales en la Región 2011

Moneda	Chile	Perú*	Bolivia	Brasil	Colombia
USD	50%	54%	62%	82%	86%
EUR	34%	-	12%	5%	11%
JPY	0%	-	-	1%	3%
GBP	2%	-	-	3%	-
CAD	-	-	3%	6%	-
AUD	-	-	3%	3%	-
ORO	-	6%	18%	-	-
OTRAS	14%	40%	2%	1%	-
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Bancos Centrales

*Principalmente Euros y Dólares Australianos.

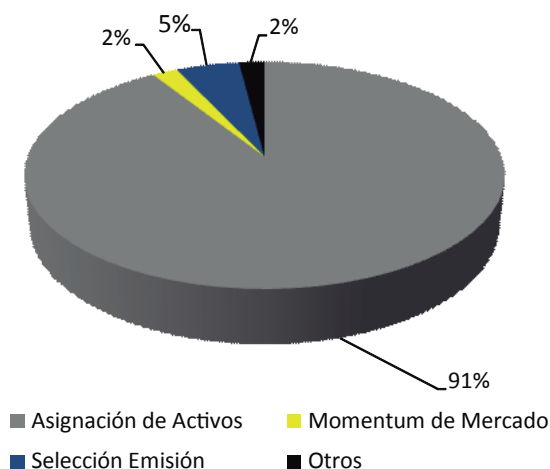
Recuadro N°1: Estructura Estratégica de Activos

La teoría de portafolios, busca las estrategias apropiadas en el largo plazo que permitan alcanzar los objetivos de un nivel de retorno de las inversiones con la menor cantidad de exposición al riesgo.

Algunos Estudios como los de Brinson (1991) e Ibbotson (2000) mostraron que la asignación de activos resulta el componente más importante al momento de explicar la variación del retorno obtenido de las inversiones, teniendo una importancia relativamente pequeña el “momentum / timing” de mercado y la selección de una emisión en particular.

En el estudio de Brinson, la variación de los retornos es explicada en un 91% por la asignación de activos (Gráfico N°R1-1), este resultado fue posteriormente corroborado por Ibbotson y AI (2000) que demostraron que el momentum de mercado solo explicaba la variación de los rendimientos en 2%.

Gráfico N° R1-1
Explicación de la variación del Retorno
en un Portafolio de Inversión



Fuente: Brinson, Singer, Beebower (1991)

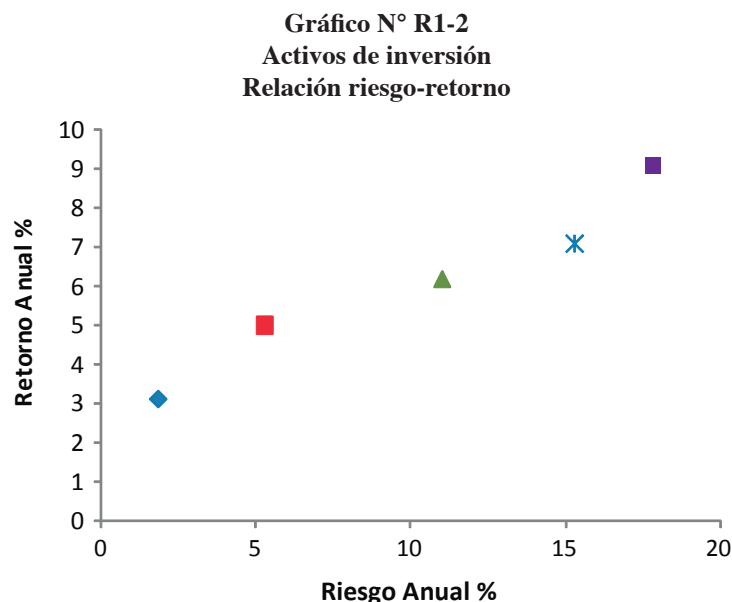
En consecuencia, el aspecto más relevante del proceso de inversión es la definición de la asignación y combinación de las clases de activos en los cuales se invierten los recursos, denominada Asset Allocation, y la determinación de los niveles objetivo de cada activo en el conjunto total, denominado Estructura Estratégica de Activos (EEA).

El objetivo final de una EEA es obtener la mejor combinación de activos que permita generar un retorno estable minimizando los niveles de riesgo, manteniendo asignaciones de largo plazo, con un perfil riesgo-retorno óptimo ex ante, y estructurando un comparador referencial agregado de largo plazo sobre el cual evaluar el desempeño de las inversiones.

El universo de activos para el Asset Allocation está compuesto por activos con diferentes relaciones riesgo-retorno definidas principalmente por sus características de liquidez, vencimiento y emisor, existiendo activos conocidos como libres de riesgo, por ejemplo los títulos del Tesoro de EE.UU., activos con mayor riesgo, por ejemplo las acciones

¹ El momentum / timing de Mercado se entiende como el tiempo oportuno en el que se realiza una inversión una vez observada la oportunidad de obtener un retorno.

de las empresas cotizadas en las bolsas. Estas últimas deben pagar tasas de interés mayores como prima de riesgo, de acuerdo al siguiente gráfico.



Fuente: Bloomberg, Merrill Lynch

La elección de los activos y su mejor combinación se efectúa mediante modelos de optimización que incluyen análisis respecto a la participación de los activos en el mercado de inversión, perspectivas de retorno y volatilidades.

El Banco Central de Bolivia (BCB) elabora análisis periódicos de la EEA como un elemento adicional para la diversificación de monedas y títulos valor en la inversión de las reservas internacionales, buscando determinar la mejor asignación de activos de inversión, cuya combinación disminuya el riesgo y mantenga un retorno estable en el mediano y largo plazo.

El BCB emplea el análisis de optimización con la metodología de Black-Litterman (BL) con Resampling² que tiene las siguientes fases:

1. En base a los datos históricos y a la asignación representativa de mercado, se calculan los retornos de equilibrio, las volatilidades de los activos y sus correlaciones.
2. Incorporando las perspectivas de largo plazo de cada uno de los activos, a través del modelo Black – Litterman se obtienen los retornos esperados, volatilidades y correlaciones que son el insumo principal del modelo.
3. Se generan 1.000 simulaciones de retornos anuales en base a los parámetros mencionados, asumiendo una distribución normal multivariante. Cada una de estas simulaciones permite generar retornos esperados, volatilidades y correlaciones que son incorporadas en un optimizador (se busca maximizar el retorno para cada nivel de riesgo) para obtener la frontera eficiente. El resultado son 1.000 fronteras eficientes.
4. Se calcula el promedio de cada uno de los puntos (portafolios) de las fronteras eficientes para obtener la frontera eficiente con Resampling.
5. Tomando como tasa libre de riesgo el retorno mensual promedio de la letra del tesoro americano de 3 meses, se calcula la razón de Sharpe para cada portafolio de la frontera eficiente del paso 4. El portafolio óptimo (POM) es aquel con la máxima razón de Sharpe.

² Aplicación desarrollada de manera conjunta por funcionarios del BCB y el Banco Central de Brasil, presentada en la Conferencia para Inversores Públicos organizado por el Banco Internacional de Pagos, Banco Central Europeo y Banco Mundial en Basilea Suiza en noviembre de 2010 mediante la exposición del documento: "Combining Equilibrium, Resampling and Analyst's Views in Portfolio Optimization".

4. Resultados de la Inversión de las Reservas Internacionales

4.1 Ingresos y rendimientos en la inversión de las reservas internacionales

En la gestión 2011, los ingresos por la inversión de reservas internacionales ascendieron a USD 79,6 millones con una tasa de retorno de 0,75% (Cuadro N° 5).

Las reservas monetarias internacionales generaron ingresos por USD 76,8 millones equivalente a una tasa de retorno de 0,89% en tanto que las inversiones de oro rindieron USD 2,5 millones con una tasa de retorno de 0,14%.

El Portafolio Euro fue el que generó mayores ingresos, seguido de los Portafolios de Liquidez y Depósitos con ingresos similares. El Portafolio Global muestra un importante ingreso para los 4 meses de inversiones.

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

		Gestión 2010		Gestión 2011	
		Ingresos (En miles de USD)	Retorno	Ingresos (En miles de USD)	Retorno
Capital de Trabajo		166	0,21%	275	0,21%
1)	Portafolio de Liquidez	17.298	0,56%	22.455	0,70%
2)	Portafolio de Depósitos	18.730	0,71%	22.142	0,68%
3)	Portafolio Euro	10.633	0,74%	25.991	1,71%
4)	Portafolio Global ⁽¹⁾	---	---	6.199	0,91%
Capital de Inversión		46.661	0,65%	76.787	0,89%
Total Reservas Monetarias		46.827	0,65%	77.062	0,88%
5)	Oro	1.421	0,14%	2.535	0,14%
TOTAL GENERAL		48.248	0,58%	79.598	0,75%

(*) Los rendimientos e ingresos no incluyen las variaciones cambiarias del oro, euro, dólar australiano y dólar canadiense.

(1) El retorno y los ingresos de la gestión para el portafolio Global corresponden al periodo del 6 de septiembre al 31 de diciembre de 2011.

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

El comparador referencial (benchmark) es un portafolio que sirve de referencia para comparar el retorno obtenido de un Portafolio con el retorno de activos similares en el mercado. El BCB para evaluar el desempeño de sus Portafolios utiliza como benchmarks, los índices provistos por la empresa Bank of América-Merrill Lynch, que

son indicadores representativos porque tienen activos similares a aquellos en los que se invierten las reservas internacionales y son utilizados por la mayoría de los bancos centrales de la región.

La comparación entre los rendimientos obtenidos por la inversión de las reservas internacionales y los portafolios de referencia (benchmarks), refleja el nivel de eficiencia de la gestión en la inversión de las reservas. En la gestión 2011 los portafolios obtuvieron retornos mayores a sus comparadores, el Portafolio de Liquidez superó a su comparador en 52 puntos básicos (p.b.)², el Portafolio de Depósitos en 34 p.b., el Portafolio Euro en 65 p.b. y el Portafolio Global en 44 p.b. de acuerdo al Cuadro N° 6.

Cuadro N° 6
Rendimiento de los Portafolios en comparación con sus Benchmarks

	Gestión 2010			Gestión 2011		
	Portafolio	Benchmark	Diferencia (En pb)	Portafolio	Benchmark	Diferencia (En pb)
Portafolio de Liquidez	0,56%	0,22%	34	0,70%	0,18%	52
Portafolio de Depósitos	0,71%	0,42%	28	0,68%	0,34%	34
Portafolio Euro(*)	0,74%	0,54%	20	1,71%	1,06%	65
Portafolio Global (*)	---	---	---	0,91%	0,47%	44
Total Reservas Monetarias Internacionales	0,65%	0,36%	29	0,88%	0,41%	46

(*)El rendimiento no incluye las variaciones de la cotización del euro. El rendimiento del Portafolio Global corresponde al periodo del 6 de septiembre al 31 de diciembre de 2011.

4.3 Variaciones en la valoración de los Portafolios Euro, Global y del Oro

Los Portafolios Euro, Global (AUD y CAD) y Oro, si son expresados en dólares estadounidenses (USD), presentan variaciones en su valoración como resultado de la modificación en los tipos de cambio de estas divisas así como en la cotización de la onza troy fina de oro (OTF) con relación al USD.

Dependiendo de la evolución de los tipos de cambio y de las cotizaciones, la valoración de las reservas en otras monedas y en oro puede incrementarse o disminuir. Estas variaciones en las gestiones 2009, 2010 y 2011 fueron las siguientes:

Cuadro N°7
Variación Valoración Reservas Internacionales Oro, Euro y Global
(En millones de USD)

Portafolio	Valoración 2009	Valoración 2010	Valoración 2011	Variación Total
Oro	197	302	113	612
Euro	34	-100	-46	-112
Global	---	---	-23	-23
Total	231	202	44	477

Como se puede apreciar la valoración del oro y las otras divisas en los años 2009 al 2011 muestra un incremento en la valoración de las reservas internacionales de USD 477 millones. 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.

² Un punto básico (p.b.) es equivalente a 0,01%

5. Entorno Internacional

La gestión 2011 estuvo caracterizada por un incremento del stress en los mercados financieros originada por la crisis de deuda de la Zona Euro y por una pérdida de confianza en la recuperación de las principales economías desarrolladas. Si bien los anteriores sucesos tuvieron una repercusión sobre los mercados financieros, el hecho más significativo de la gestión fue la profundización de la crisis de deuda de la Zona Euro mediante la expansión de la misma de las economías menos desarrolladas como Grecia y Portugal hacia aquellas economías con mayor importancia dentro de la actividad económica de la región como España, Italia y Francia, afectando los niveles de riesgo crediticio tanto de los gobiernos como de sus sistemas financieros.

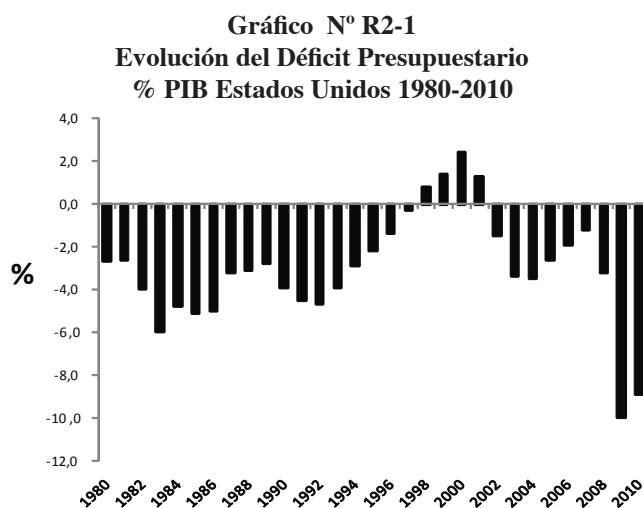
Adicionalmente, la atención de los mercados se enfocó en los Estados Unidos de Norteamérica con sus altos niveles de déficit fiscal y las dificultades que tuvieron para incrementar el límite de endeudamiento, generando rumores de una posible cesación de pagos.

RECUADRO N° 2: CRISIS DE DEUDA DE ESTADOS UNIDOS

La crisis de deuda de EE.UU. experimentada durante la gestión 2011, se originó principalmente en los elevados niveles de déficit gubernamental y en la falta de entendimiento en el congreso para incrementar los límites de deuda del gobierno.

En este contexto, el gobierno de EE.UU. puede financiar sus gastos mediante la emisión de instrumentos de deuda hasta un límite (Debt Ceiling) que tiene que ser aprobado por el congreso.

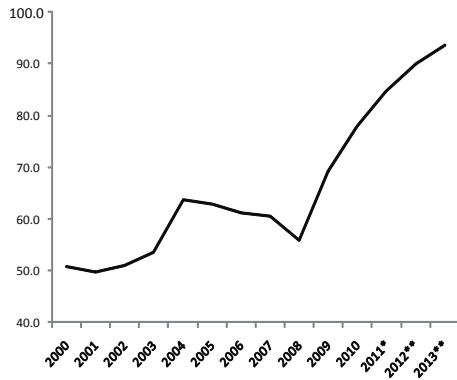
El déficit presupuestario de EE.UU. ha sido persistente en los últimos 31 años, salvo 4 años (1997 a 2001) donde se tuvieron superávits presupuestarios. Después de los ataques del 11 de septiembre de 2001, se incrementó el déficit como porcentaje del PIB especialmente por el aumento del gasto en defensa que sumado al costo de la seguridad social hizo que este alcance el 9% del PIB en el 2010 (Gráfico N° R2-1).



Fuente: Office of Congressional Budget

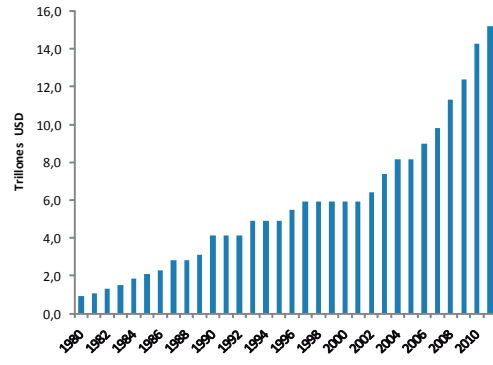
Para cubrir parte de este déficit, el nivel de deuda de EE.UU en 2010 alcanzó el 78% del PIB (Gráfico N° R2-2), sin embargo, este no era suficiente por lo que fue necesario incrementar los límites de deuda (Gráfico N° R2-3) generando la crisis de deuda de los EE.UU. en el mes de agosto y la consecuente reducción de la calificación crediticia de largo plazo por la agencia calificadoradora de riesgo Standard & Poors, de la más alta calificación AAA a un peldaño por debajo AA+ el 5 de agosto de 2011.

Gráfico N° R2-2
Nivel de deuda en % del PIB



Fuente: Standard&Poor's
*Estimado
** Proyección

Gráfico N° R2-3
Límite de Deuda Estados Unidos 1980-2011*



Fuente: Office of Congressional Budget
*Proyección

El acuerdo en el congreso de EE.UU se logró estableciendo el nivel límite de deuda a 16,4 trillones durante los próximos 10 años, con un incremento inmediato de USD 900 billones y un recorte gradual de USD 2,5 trillones en el gasto federal en el mismo período; de esta manera el límite de la deuda de EE.UU se aproximó a USD 15 trillones (Gráfico N° R2-3) permitiéndole cubrir sus obligaciones resultantes del gasto fiscal y el pago de intereses por deuda emitida.

Una vez alcanzado el acuerdo, el impacto en los mercados financieros internacionales fue el fortalecimiento del dólar frente a las principales monedas y el oro.

Gráfico N° R2-4
Índice Dólar¹
Enero – Diciembre 2011

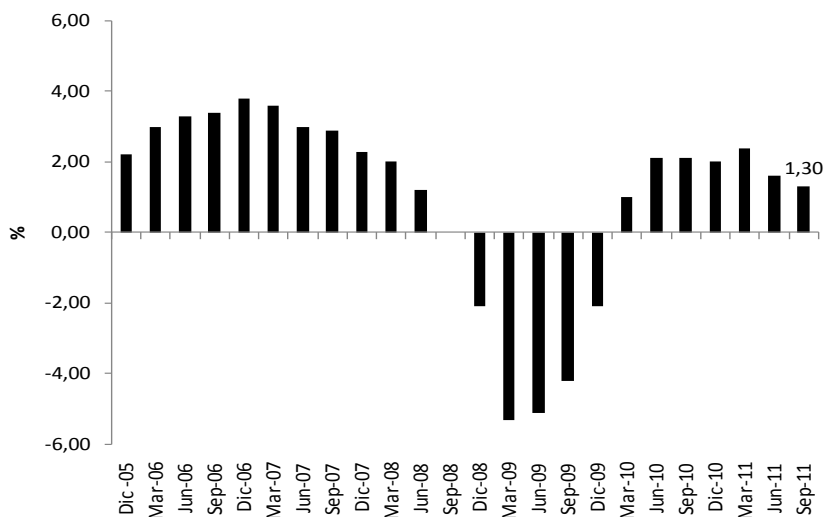


Fuente: Bloomberg

1 Muestra el valor internacional del USD respecto a una canasta de divisas: Euro, Libra Esterlina, Yen japonés, Dólar canadiense, Franco suizo y Corona sueca.

Durante la gestión 2011, el crecimiento económico de los países de la Zona Euro se vió afectado negativamente por los acontecimientos ocurridos en los mercados financieros, mostrando un nivel de 1,3% en el tercer trimestre de 2011.

Gráfico N° 6
PIB Anual Zona Euro



Fuente: Bloomberg

En Estados Unidos si bien se observa una leve recuperación del crecimiento a 1,8% en el tercer trimestre de 2011 impulsada por el consumo, este se encuentra por debajo de los niveles observados en la gestión 2010. Las economías de Australia y Canadá presentaron un mejor desempeño por el buen momento de los precios de las materias primas.

Cuadro N° 8
Datos Macroeconómicos

País / Región	Indicador	Evolución Histórica									
		2010				2011					
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
EEUU	PIB Trimestral (anualizado %)	Sep-11	1,8	3,9	3,8	2,5	2,3	0,4	1,3	1,8	-
	Tasa de desempleo %	Dec-11	8,5	9,8	9,6	9,5	9,6	9,0	9,1	9,1	8,7
	Inflación IPC Total Anual %	Nov-11	3,4	2,3	1,1	1,1	1,5	2,7	3,6	3,9	-
ZONA EURO	PIB Anual%	Sep-11	1,3	1,0	2,1	2,1	2,0	2,4	1,6	1,3	-
	Tasa de desempleo %	Nov-11	10,3	10,2	10,2	10,1	10,0	9,9	10,0	10,2	-
	Inflación IPC Total Anual %	Nov-11	3,0	1,4	1,4	1,8	2,2	2,7	2,7	3,0	-
CANADA	PIB Anual%	Oct-11	2,7	3,0	4,0	3,7	4,2	3,0	2,2	3,0	-
	Tasa de desempleo %	Dec-11	7,5	8,2	7,9	8,0	7,6	7,7	7,4	7,1	7,5
	Inflación IPC Total Anual %	Nov-11	2,9	1,4	1,0	1,9	2,4	3,3	3,1	3,2	-
AUSTRALIA	PIB Anual %	Sep-11	2,5	2,4	3,1	2,7	2,7	1,0	1,9	2,5	-
	Tasa de desempleo %	Nov-11	5,3	5,4	5,2	5,1	5,0	4,9	5,0	5,3	-
	Inflación IPC Total Anual %	Sep-11	3,5	2,9	3,1	2,8	2,7	3,3	3,6	3,5	-

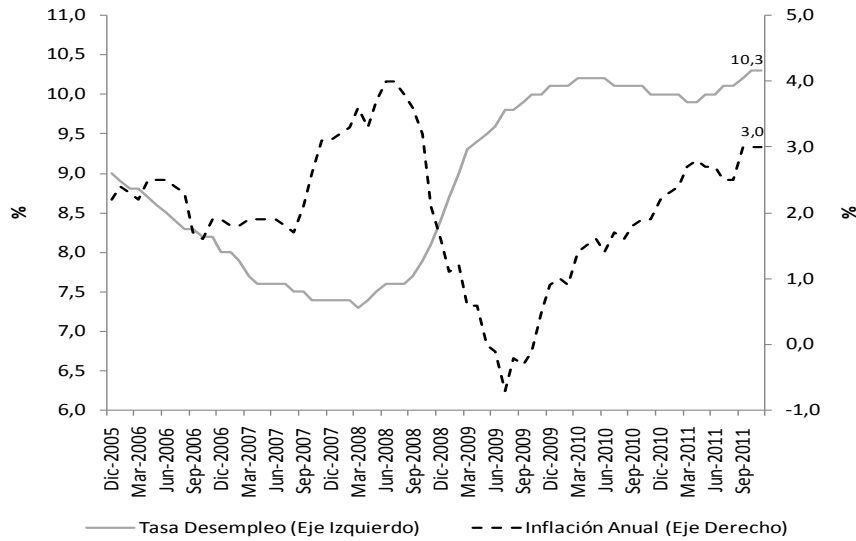
Fuente: Bloomberg

La Zona Euro y Estados Unidos no pudieron reducir el nivel de desempleo por el bajo crecimiento durante la gestión, siendo el caso de la Zona Euro el que muestra los niveles más altos con un desempleo de 10,3% a noviembre de 2011. En Canadá y Australia los niveles de desempleo cerraron con 7,5% y 5,3% a diciembre y noviembre 2011 respectivamente (Cuadro N°7).

La inflación general mostró un incremento a lo largo de la gestión 2011 como consecuencia del incremento de los precios de las materias primas y el efecto negativo generado en la cadena productiva por el desastre natural de

Japón. La inflación general anual en la Zona Euro y Canadá llegó a 3% y 2,9% respectivamente a noviembre de 2011, niveles que se encuentran por encima de las metas de inflación de sus bancos centrales³.

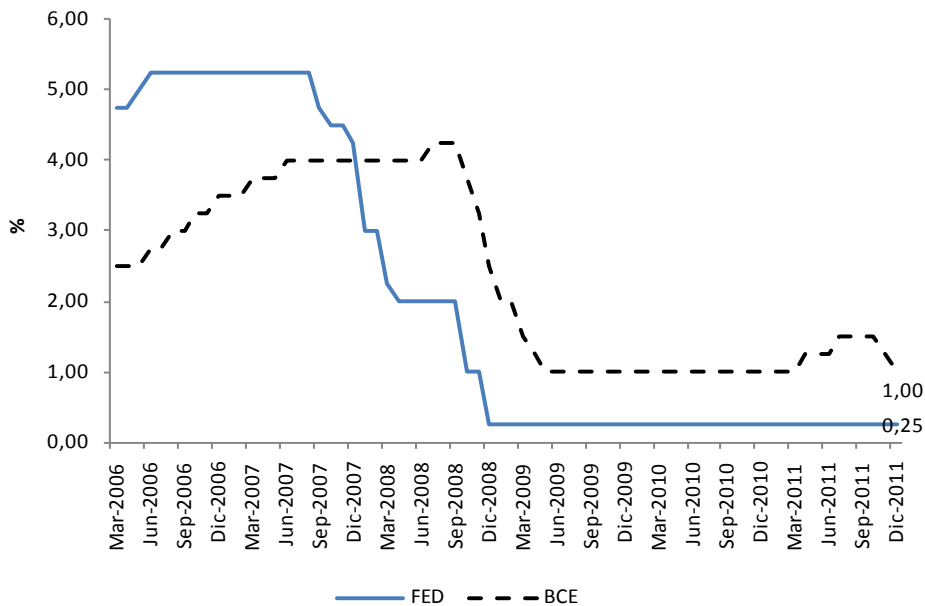
Gráfico N° 7
Inflación , Desempleo Zona Euro



Fuente: Bloomberg

En un entorno de crisis financiera y bajos niveles de crecimiento, los principales bancos centrales del mundo mantuvieron sus tasas referenciales en niveles bajos buscando dar un incentivo a sus economías como EE.UU. y Canadá e incluso disminuyeron sus tasas como en el caso de Australia y la Zona Euro:

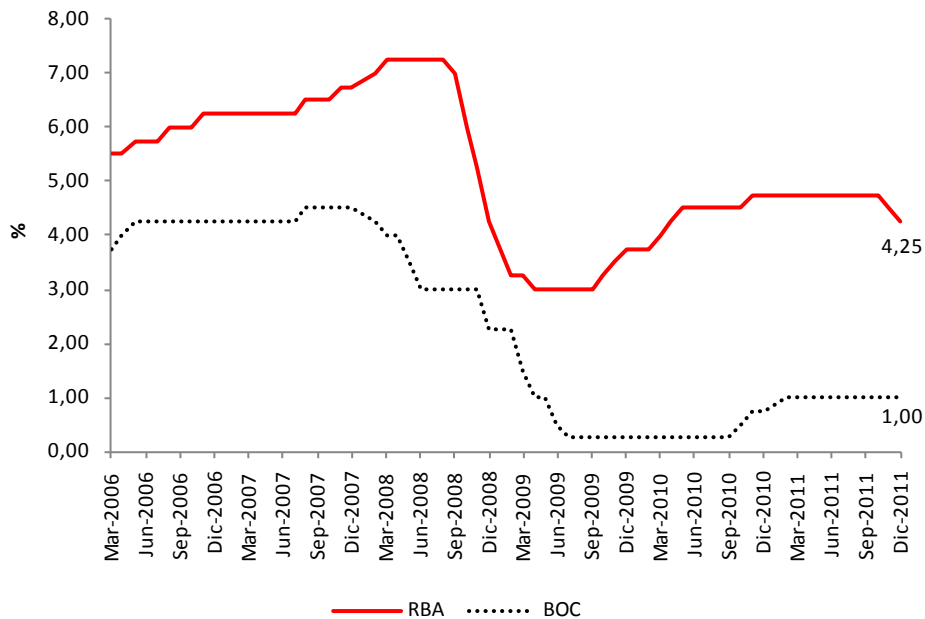
Gráfico N° 8
Tasa Referencia EE.UU - Europa



Fuente: Bloomberg

³ La meta de inflación general anual en la Zona Euro y Canadá es de 2%.

Gráfico N° 9
Tasa Referencia Canadá – Australia



Fuente: Bloomberg

Los principales indicadores financieros también fueron afectados por la crisis de deuda en la Zona Euro y la disminución en el crecimiento de las economías. Las Letras del Tesoro de Estados Unidos mostraron niveles cercanos a cero durante el año, por la demanda de activos refugio y por las medidas de política expansiva de la Reserva Federal (FED) y del Banco Central Europeo (ECB). En EE.UU. al final de la gestión las tasas de rendimiento alcanzaron 0,06% para las Letras del Tesoro a 6 meses y 0,24% para la Nota a 2 años (Gráfico N° 10).

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



Fuente: Bloomberg

En el caso de la Zona Euro, las variaciones de los rendimientos de los títulos del gobierno francés fueron mas significativas, mostrando un incremento importante a inicios del cuarto trimestre por el riesgo en los países periféricos que afectaron incluso a las emisiones francesas y una disminución significativa a mediados del mismo

trimestre, por la reducción de la tasa de referencia del BCE en 25 p.b. en dos ocasiones durante dicho periodo. En el trimestre los rendimientos de los títulos franceses a 6 meses y 2 años cayeron de 0,48% a 0% y de 1,05% a 0,81% respectivamente. (Gráfico N° 11).

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



Fuente: Bloomberg.

La cotización de las principales monedas como el euro, el dólar canadiense y dólar australiano y el precio del oro tuvieron un comportamiento volátil durante la gestión con una variación negativa principalmente el cuarto trimestre.

El euro subió de manera importante durante el primer semestre de USD/EUR 1,34 a inicios del año a un máximo de USD/EUR 1,48 en mayo, por las subidas de la tasa de referencia del BCE. Posteriormente, debido al empeoramiento en la situación fiscal de la zona y consecuente incremento de la aversión al riesgo, el tipo de cambio cayó finalizando el año en USD/EUR 1,30, que representa una variación neta durante la gestión de -3%.

Gráfico N° 12
Euro (EUR/USD)



Fuente: Bloomberg

El dólar australiano tuvo un comportamiento volátil en la gestión, mostrando una apreciación importante hasta julio por las perspectivas positivas de crecimiento de su economía. Sin embargo, por la incertidumbre del impacto

de los problemas de la zona en las economías emergentes de Asia con las que está estrechamente relacionada, sufrió una depreciación importante durante el tercer trimestre, apreciándose de nuevo durante el cuarto trimestre por los buenos resultados de su economía y solidez de su sector bancario. En el año el dólar australiano se depreció en 0,2% (Gráfico N° 13).

Gráfico N° 13
Dólar australiano (USD/AUD)



Las expectativas de desaceleración de la economía de EE.UU. y la crisis de deuda soberana europea, ocasionaron que durante la gestión el dólar canadiense se deprecie en 2,77%. En el mes de octubre alcanzó una depreciación de 6%, aunque esta caída fue revertida hasta finales de la gestión alcanzando una apreciación de 3% desde principios de octubre hasta el 31 de diciembre. (Gráfico N°14).

Gráfico N° 14
Dólar canadiense (CAD/USD)



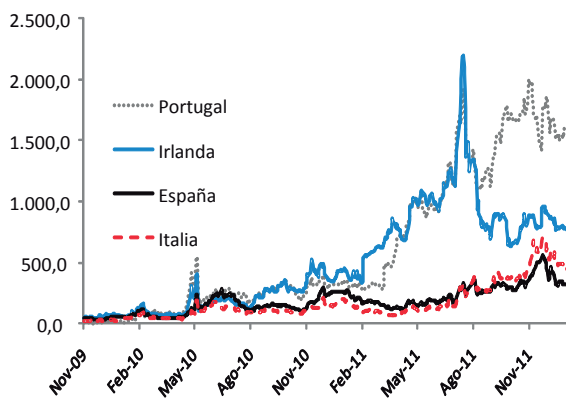
Recuadro N° 3: Crisis de la Zona Euro

La crisis de deuda de los países de la Zona Euro se inició en Grecia en el 2009 y se intensificó durante los dos siguientes años atrayendo la atención de los mercados internacionales. Durante el 2010 se aprobaron paquetes de ayuda para Grecia por EUR 110 billones e Irlanda por EUR 85 billones y a inicios de 2011 para Portugal por EUR 78 billones, países que experimentaron la disminución en su calificación crediticia.

A mediados de la gestión 2011, por la severidad de la crisis, los ministros de finanzas de la Zona Euro impusieron a Grecia nuevas medidas de austeridad como el recorte del gasto fiscal en 80% aprobándose en el mes de julio un segundo plan de rescate por EUR 109 billones, el cual fue percibido como un evento cercano a un *default* por las agencias calificadoras de riesgo que redujeron aún más la calificación de Grecia llegando a CC de acuerdo a la agencia Standard & Poors.

A pesar de los esfuerzos por contener la inestabilidad iniciada en Grecia, en agosto de 2011 la rentabilidad exigida en los bonos soberanos de España e Italia sobre los bonos alemanes (Gráfico N° R3-1) se incrementó de manera considerable, por lo que el Banco Central Europeo procedió a realizar operaciones de compra de deuda soberana en la zona, alcanzando una compra máxima semanal de EUR 22 billones en julio (Gráfico N° R3-2). Sin embargo, el efecto de estas compras fue limitado y el diferencial de la deuda italiana a 2 años alcanzó máximos históricos cercanos a 7%.

Gráfico N° R3-1
Diferencial de Bonos Soberanos a 2 años
Noviembre 2009 – Diciembre 2011
(Relativo a bonos del gobierno alemán,
puntos básicos)



Fuente: Bloomberg

Gráfico N° R3-2
Compras Semanales Deuda Soberana
Banco Central Europeo
Junio 2010 – Diciembre 2011
(En millones USD)



Fuente: Bloomberg

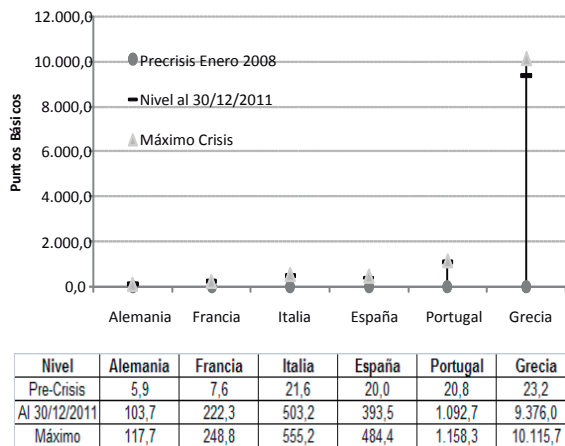
La presión generada sobre estos dos países tuvo como resultado la implementación de nuevas medidas de ajuste fiscal. En España se decidió que solo se incrementará el presupuesto en caso de desastres naturales, mientras que en Italia se aprobó una reducción de su gasto en EUR 50 billones hasta 2013. Asimismo, la inestabilidad política en Italia se intensificó resultando en la renuncia del primer ministro Berlusconi en noviembre 2011, la agencia calificadora de riesgo Standard & Poors redujo la calificación de Italia de A+ a A y en el caso de España de AA a AA-.

A finales de 2011 los países miembros de la Zona Euro continuaron implementando medidas para frenar la crisis, aprobando el incremento del Mecanismo de Estabilidad Financiera Europea (EFSF) de

EUR 780 billones a EUR 1 Trillón. Adicionalmente se acordó la reducción del principal de los tenedores privados de deuda griega de al menos 50%, especialmente en el sector bancario. Al mismo tiempo se aprobaron mayores medidas de austeridad en Grecia, lo que provocó la renuncia del primer ministro griego Papandreou.

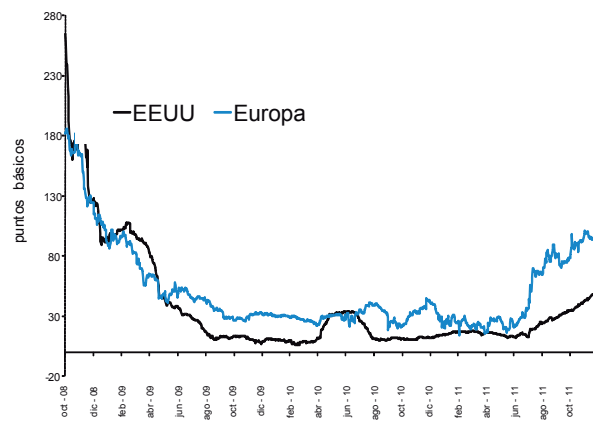
En este contexto de stress en los mercados financieros, el costo de protección crediticia (CDS *spread*) de los países periféricos y de los países centrales de la Zona Euro alcanzó sus máximos históricos, en especial en Grecia con CDS por encima de los 10 mil puntos básicos o 100%. El costo de liquidez en el mercado europeo y de EEUU, reflejado por el diferencial Libor – OIS, también se incrementó de manera importante (Gráfico N° R3-3 y N° R3-4).

**Gráfico N° R3-3
CDS 5 años Zona Euro**



Fuente: Bloomberg

**Gráfico N° R3-4
Diferencial LIBOR - OIS
(Liquidez de los mercados)**



Fuente: Bloomberg

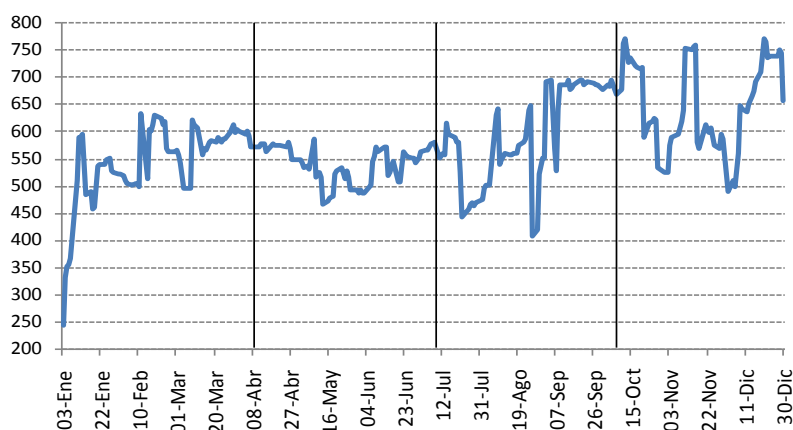
Se espera que durante el 2012 el desarrollo de la crisis de la Zona Euro y su impacto en la economía global continúe siendo el tema principal en los mercados financieros internacionales, provocando un desaceleramiento en el crecimiento del producto y en los niveles de inflación de las economías avanzadas y emergentes, con políticas monetarias expansivas en un escenario de elevada volatilidad en los diferentes mercados financieros.

6. Capital de Trabajo

El objetivo del capital de trabajo es atender los requerimientos inmediatos de pago y las transferencias de fondos al exterior.

Durante la gestión 2011 el saldo diario del Capital de Trabajo tuvo un promedio de USD 579 millones, con un mínimo de USD 243 millones y un máximo de USD 772 millones (Gráfico N° 15).

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



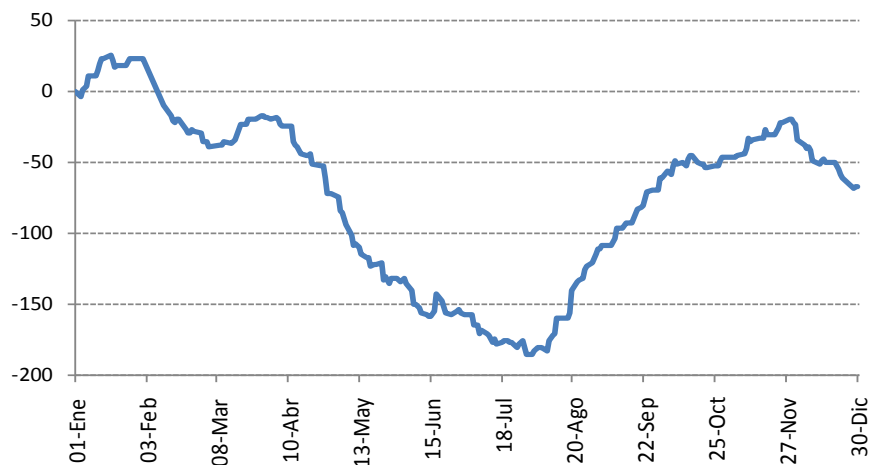
La variación acumulada de bóveda durante la gestión 2011 fue de USD 66 millones (Cuadro N° 9) muy inferior a las gestiones 2010 y 2009 que superó los USD 600 millones.

Cuadro N° 9
Movimiento Neto de Bóveda
2009-2011
(En millones de USD)

	2009	2010	2011
1° trim	-227	-128	-18
2° trim	-118	-162	-138
3° trim	-41	-134	96
4° trim	-244	-215	-6
Total	-630	-639	-66

Los retiros netos de dólares estadounidenses en efectivo de bóveda alcanzaron a USD 200 millones hasta principios de agosto, momento en el cual se revierte la tendencia y recupera hasta cerrar en USD 66 millones de retiros en el año (Gráfico N° 16). Se producen disminuciones de USD en efectivo cuando las entidades del sistema financiero retiran más USD de los que depositan.

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



En la gestión 2011 se importaron en efectivo USD 698 millones, exportándose USD 295 millones con una importación neta de USD 403 millones, y un total de operaciones de USD 993 millones (Cuadro N° 10).

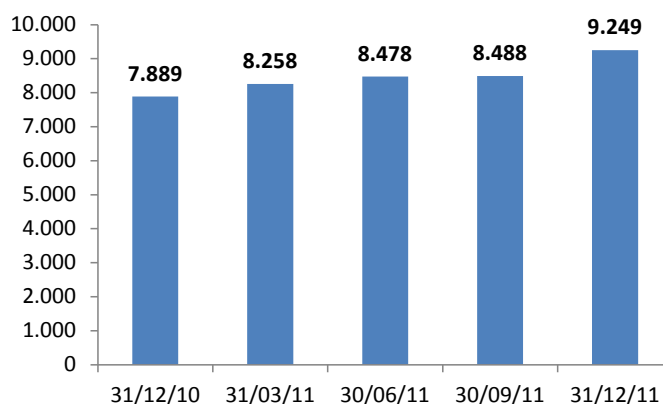
Cuadro N° 10
Importación y Exportación de Remesas de billetes en USD y
Retiros y Depósitos de Bóveda en USD
Gestión 2011

MES	Expresado en USD		
	Importación	Exportación	Importación Neta
Enero	300.000.000	0	300.000.000
Febrero	100.000.000	0	100.000.000
Marzo	0	0	0
Total 1er. Trim.	400.000.000	0	400.000.000
Abril	0	0	0
Mayo	0	0	0
Junio	99.200.000	0	99.200.000
Total 2do. Trim.	99.200.000	0	99.200.000
Julio	0	147.792.100	-147.792.100
Agosto	0	49.563.000	-49.563.000
Septiembre	198.400.000	0	198.400.000
Total 3er. Trim.	198.400.000	197.355.100	1.044.900
Octubre	0	97.616.000	-97.616.000
Noviembre	0	0	0
Diciembre	0	0	0
Total 4° Trim.	0	97.616.000	-97.616.000
TOTAL 2011	697.600.000	294.971.100	402.628.900

7. Capital de Inversión

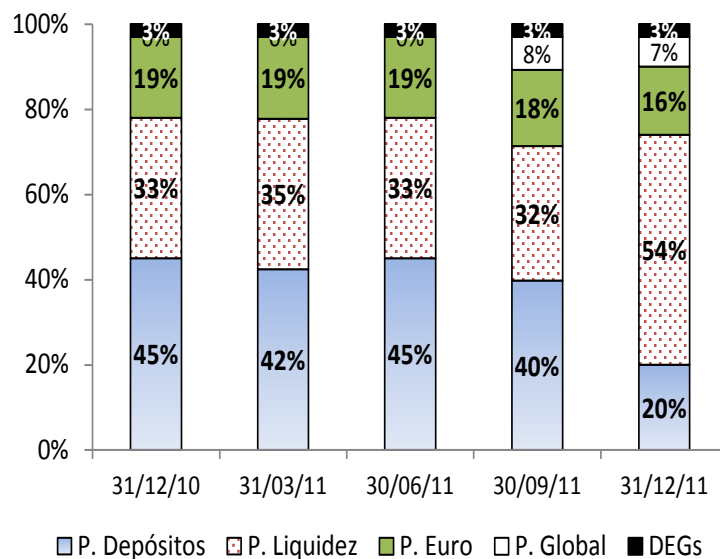
Al 31 de diciembre de 2011 el Capital de Inversión alcanzó USD 9.249 millones, superior en USD 1.360 millones al registrado a fines de 2010. (Gráfico N° 17).

Gráfico N° 17
Valor del Capital de Inversión
(En millones de USD)



El principal cambio en la estructura del Capital de Inversión en la gestión 2011 y específicamente en el cuarto trimestre fue el incremento del Portafolio de Liquidez con la consecuente disminución del Portafolio de Depósitos a fin de reducir el riesgo crediticio en las inversiones bancarias (Gráfico N° 18).

Gráfico N° 18
Composición por portafolio

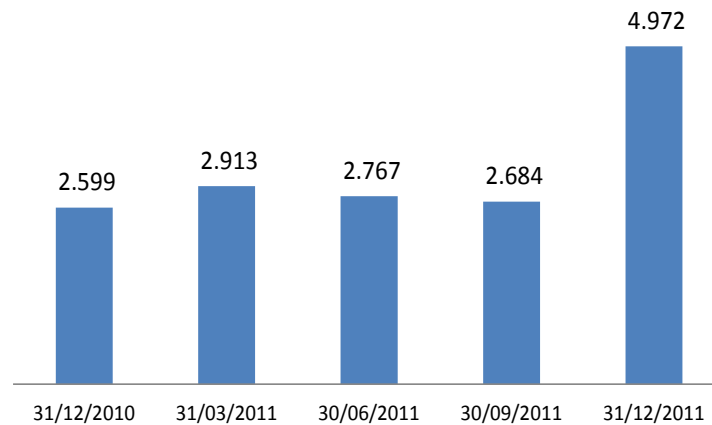


Asimismo, se subraya la constitución del Portafolio Global a partir de septiembre de 2011 con inversiones en CAD y AUD.

7.1 Portafolio de Liquidez

Durante la gestión 2011, el Portafolio de Liquidez presentó un incremento de USD 2.373 millones, que se efectivizó principalmente durante el cuarto trimestre del año por el incremento de la incertidumbre en los mercados financieros con una disminución en las inversiones en el sector bancario mediante la transferencia de recursos del Portafolio de Depósitos (Gráfico N° 19).

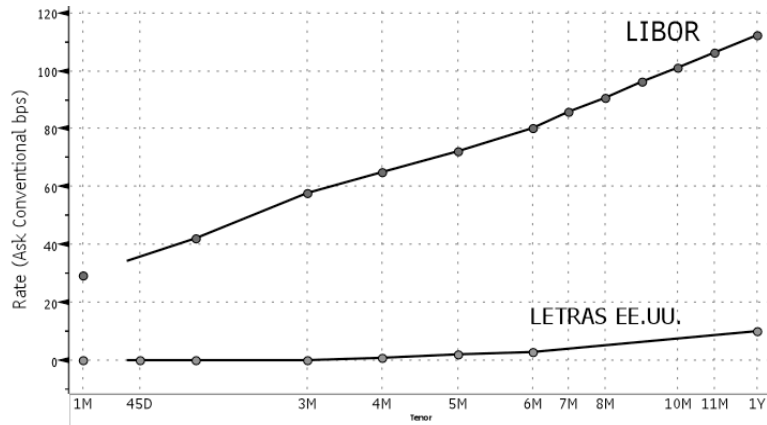
Gráfico N° 19
Evolución del Valor de Mercado del Portafolio de Liquidez
(en millones de USD)



Las inversiones en el Portafolio de Liquidez se concentran en sectores más seguros como agencias garantizadas por gobiernos europeos e instituciones supranacionales.

La incertidumbre respecto a la solución de la crisis de la Zona Euro, las apretadas condiciones de fondeo y las disminuciones y revisiones en la calidad crediticia de los países de la región, llevaron a las agencias europeas con garantía de su gobierno a ofrecer niveles atractivos de tasas de interés y consecuentemente un diferencial elevado respecto a las letras del tesoro de EE.UU. Asimismo, las tasas de rendimiento de las letras del tesoro de EE.UU., principalmente en el segundo semestre del año, oscilaron entre cero y 5 puntos básicos (Gráficos N° 20 y 21).

Gráfico N° 20
Curvas de Rendimiento: Letras y LIBOR en USD
Al 30 de diciembre de 2011



Fuente: Bloomberg

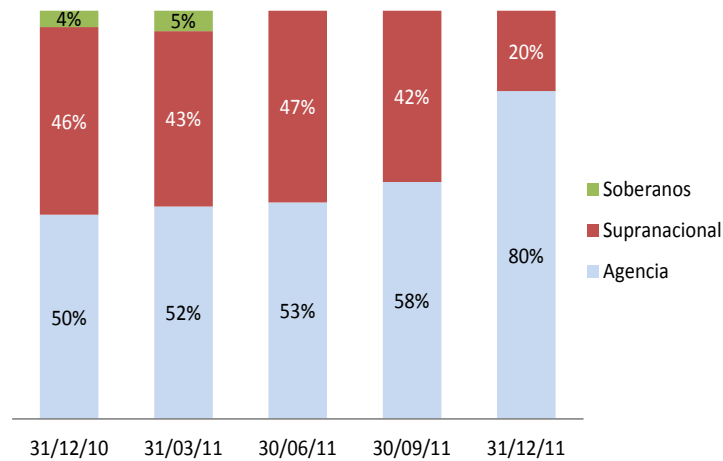
Gráfico N° 21
Evolución del spread LIBOR USD vs TBILL a 6 meses
En porcentaje



Fuente: Bloomberg

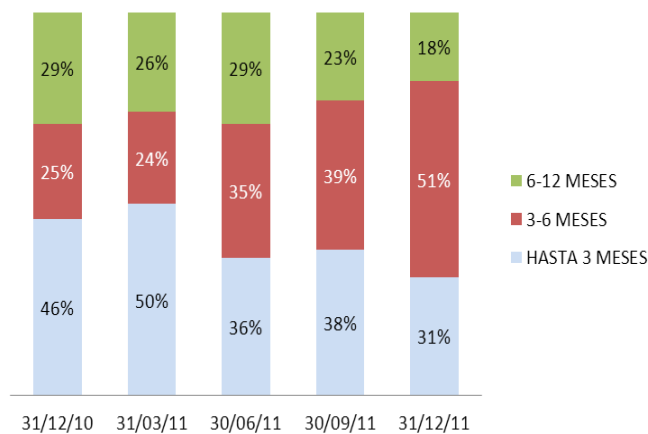
En este contexto, las inversiones del Portafolio de Liquidez se efectuaron en agencias europeas de Francia, Alemania y Holanda, caracterizadas por la seguridad y garantía de sus gobiernos representando el 74% del portafolio; con la agencia española ICO se mantiene una inversión del 6% y el restante 20% se invirtió en depósitos a plazo fijo con la CAF (institución supranacional). (Gráfico N° 22)

Gráfico N° 22
Estructura por sector



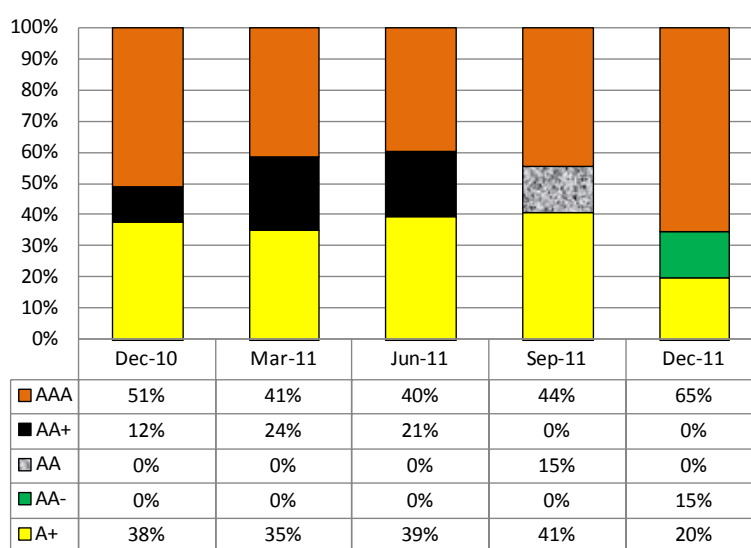
Durante el año se efectuaron inversiones con plazos entre 6 y 12 meses principalmente para capturar tasas altas ante la expectativa de reducción de tasas, sin embargo, dado el entorno de incertidumbre, las inversiones al final de la gestión se efectuaron a un plazo máximo de 6 meses para limitar la exposición al riesgo crediticio de las contrapartes europeas, por lo que el 31% del portafolio se encuentra en el tramo de hasta 3 meses, el 51% en el tramo de 3 a 6 meses y el 18% en el tramo de 6 a 12 meses (Gráfico N° 23).

Gráfico N° 23
Estructura por plazo



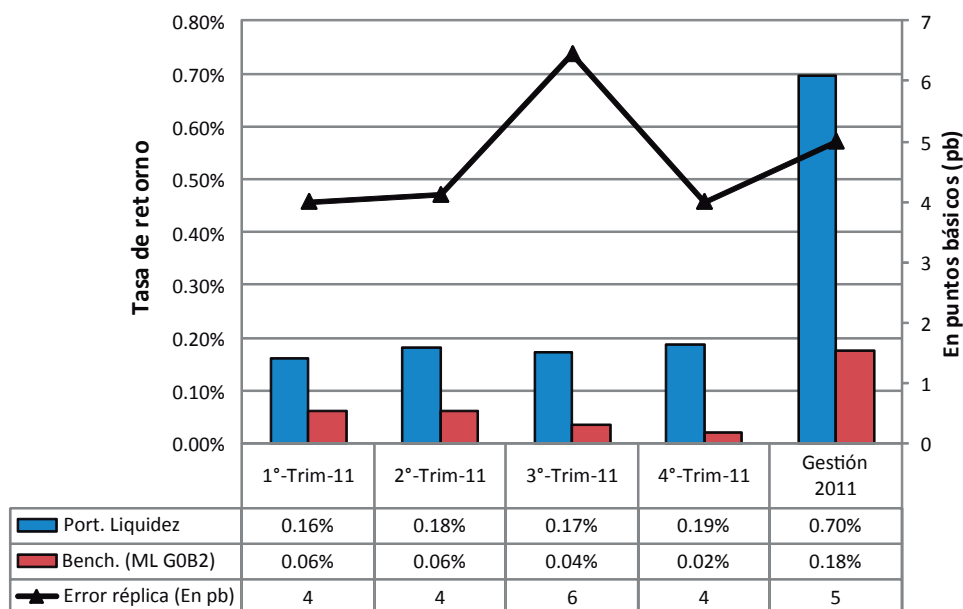
Las inversiones del Portafolio de Liquidez tienen una alta calidad crediticia, a diciembre de 2011 el 65% de las inversiones tiene calificación crediticia AAA, el 20% A+ y el 15% calificación AA- (Gráfico N° 24)

Gráfico N° 24
Estructura por calificación crediticia



El retorno del portafolio en la gestión 2011 fue de 0,70%, 52 p.b. por encima de su comparador referencial.

Gráfico N° 25⁴
Retorno trimestral del Portafolio de Liquidez

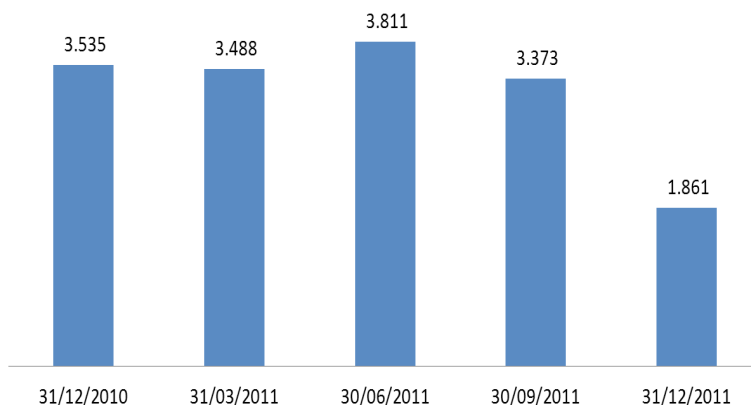


⁴ El error de réplica o tracking error es una medida de riesgo relativo que indica el exceso de retorno o la diferencia en retorno que podría alcanzar el portafolio en comparación con su benchmark con un nivel de confianza de 68%.

7.2 Portafolio de Depósitos

Durante la gestión 2011, el Portafolio de Depósitos disminuyó en USD 1.627 millones, con una importante baja en el cuarto trimestre, debido a la transferencia de recursos al Portafolio de Liquidez como medida de protección por el incremento en el riesgo crediticio del sector bancario (Gráfico N°26).

Gráfico N° 26
Evolución del valor de mercado
(En millones de USD)



El entorno internacional caracterizado por la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, tuvo repercusiones principalmente en el sector bancario europeo que experimentó stress en las condiciones de fondeo, por lo que los bancos incrementaron sus tasas de interés, que originaron un incremento en la tasa LIBOR a partir del segundo trimestre del año (Gráfico N° 27).

Gráfico N° 27
Curva LIBOR año 2011
(en porcentaje)



Fuente: Bloomberg

Uno de los indicadores de riesgo crediticio de mercado frecuentemente utilizado es el *Credit Default Swaps (CDS)*⁵, que se incrementó de forma importante hasta finales de noviembre por el incremento en la incertidumbre

⁵ Contratos swaps que permite asegurar el riesgo de default de un instrumento de deuda a cambio de pagos periódicos al vendedor de CDS.

respecto a la solución de la crisis de deuda en Europa y las disminuciones en las calificaciones de riesgo crediticio experimentadas por varios bancos. Al final de la gestión los niveles de riesgo disminuyeron principalmente por las medidas adoptadas por el Banco Central Europeo con su programa de préstamos hasta un plazo de 3 años a una tasa de 1% (Gráfico N°28).

Gráfico N° 28
Credit default swaps (CDS) principales bancos europeos
(En puntos básicos)

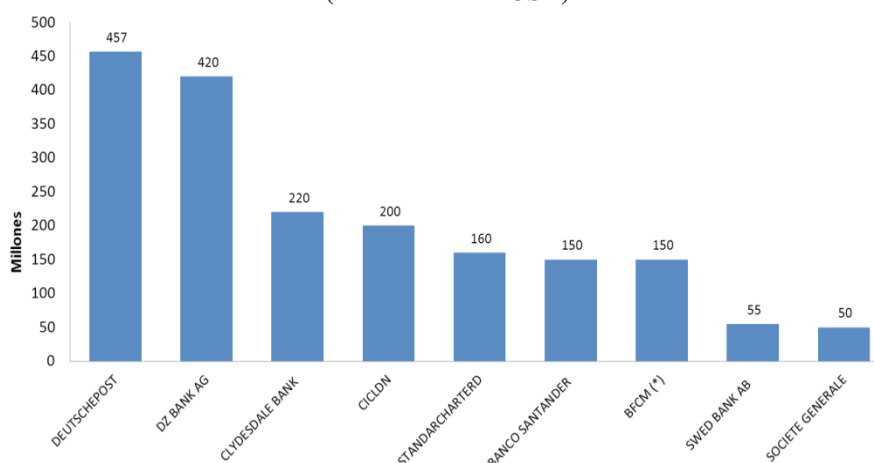


Fuente: Bloomberg

En este contexto, durante el cuarto trimestre del año se redujeron las inversiones en el Portafolio de Depósitos disminuyendo su participación respecto al Capital de Inversión de 44% a inicios del cuarto trimestre a 20% al final de la gestión.

Al 31 de diciembre de 2011, las inversiones del portafolio se encuentran diversificadas en 9 bancos de 5 países, con las mayores inversiones en Bancos alemanes (Gráfico N° 29).

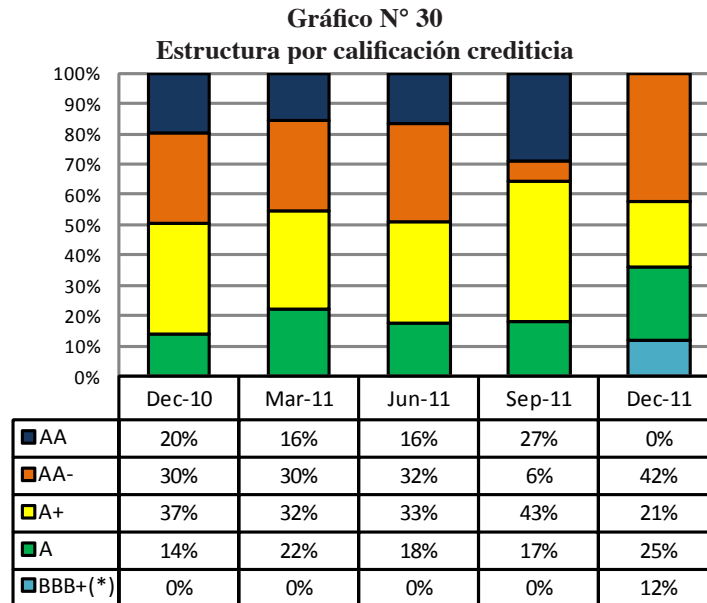
Gráfico N° 29
Inversiones por Emisor en Valor Nominal
(En millones de USD)



(*) Banque Federative du Credit Mutuel

De esta manera, las inversiones del Portafolio de Depósitos se concentran en los bancos más grandes de cada país, siendo por tanto entidades de alta importancia sistémica para sus economías.

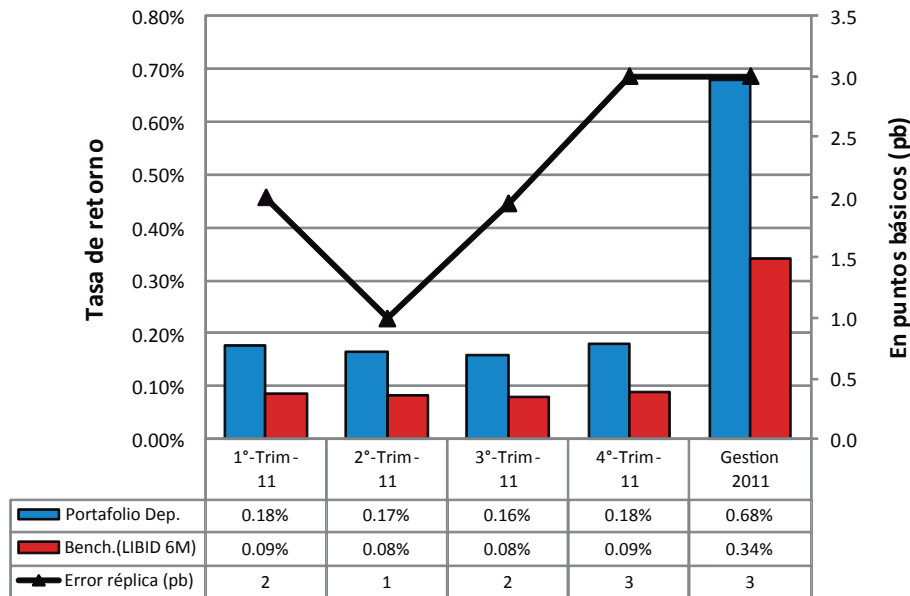
Las inversiones AA- tienen la mayor participación en el portafolio al 31 de diciembre de 2011, con 42% mostrando la alta calidad crediticia del portafolio. La participación de las inversiones A es de 25%, a fin de conseguir los niveles atractivos de tasas de estas emisiones para el portafolio. (Gráfico N° 30)



(*) Clydesdale Bank disminuyó su calificación crediticia a BBB+ en diciembre 2011 por lo que el comité de Reservas Internacionales resolvió no efectuar nuevas inversiones y mantener las existentes a vencimiento debido a su corto plazo.

Como resultado de las inversiones, el portafolio alcanzó un rendimiento de 0,68% en la gestión, con una diferencia positiva de 34 p.b. respecto al comparador referencial.

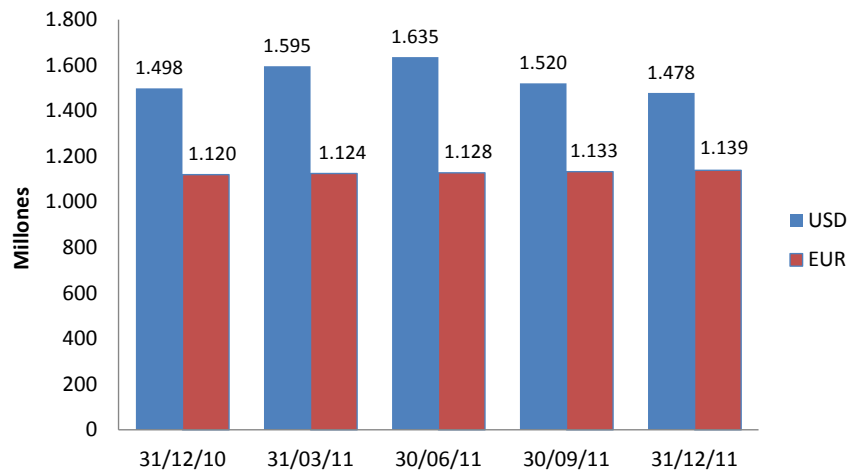
Gráfico N° 31
Retorno trimestral del Portafolio de Depósitos



7.3 Portafolio de Diversificación-Euro

El valor de mercado del Portafolio Euro al 31 de diciembre de 2011 fue de EUR 1.139 millones, valor superior en EUR 19 millones respecto al inicio de la gestión por los retornos de las inversiones. El valor equivalente en USD al cierre de gestión es de USD 1.478 millones, menor en USD 19 millones por la depreciación del euro en el período.

Gráfico N° 32
Valor de Mercado EUR y USD

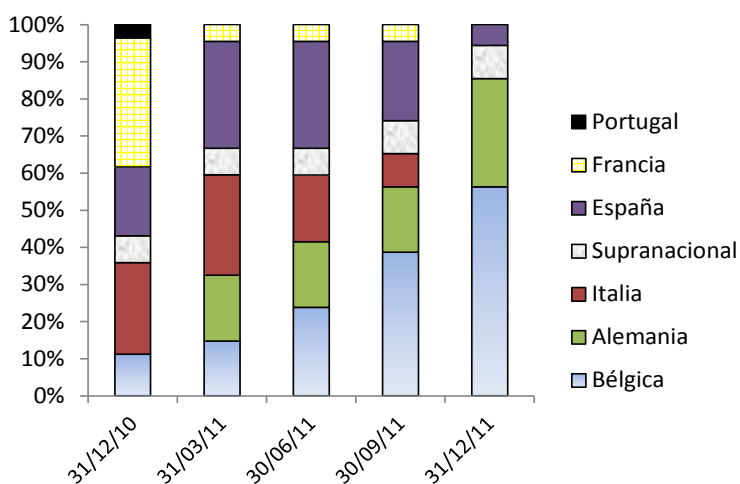


La estrategia de inversión principal del portafolio durante la gestión fue la mantener importantes inversiones en instrumentos de spread y emisiones de gobiernos con tasas de interés mayores a los del comparador referencial. Asimismo, por la delicada situación fiscal de la Zona Euro, se redujo el riesgo de crédito del Portafolio buscando emisores de elevada calidad crediticia.

Las inversiones en las emisiones italianas representaban el 25% del portafolio a inicios de gestión, participación que se fue reduciendo, finalizando el año sin inversiones en Italia. Asimismo, se redujeron las inversiones en España de 19% a 6%. Otro cambio importante fue el aumento gradual en las emisiones de Bélgica, cuyos niveles de tasas se fueron incrementando a lo largo del año y dada su mayor calidad credicia en relación a España o Italia, se constituyeron en una buena alternativa de inversión para el portafolio. Además, se realizaron inversiones en emisores alemanes con niveles atractivos de tasas con una participación de 18% durante los tres primeros trimestres y de 29% el cuarto trimestre de 2011 (Gráfico N° 33).

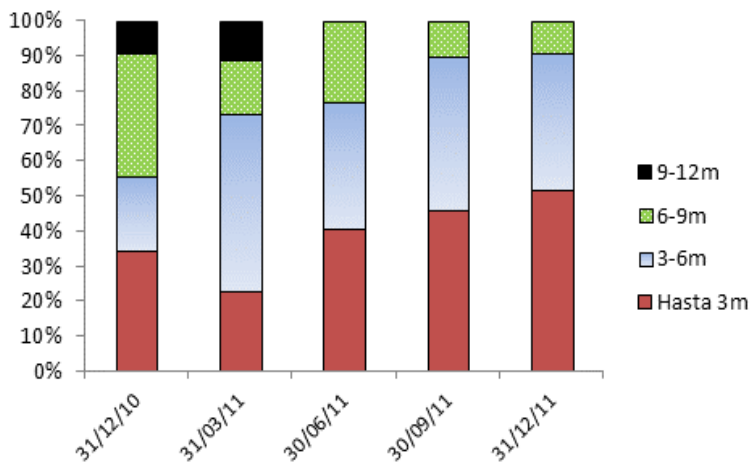
Por instrumentos, se mantuvo la diversificación del portafolio a través de inversiones en agencias de gobierno alemanas y en organismos supranacionales que presentaron diferenciales atractivos de tasas respecto al comparador referencial.

Gráfico N° 33
Estructura del Portafolio por Sector



Durante la gestión se incrementó la inversión en títulos valor con vencimiento de hasta 3 meses, reduciendo los vencimientos entre 6 a 9 meses a fin de mantener en niveles adecuados el riesgo de mercado y evitar la volatilidad de inversiones con plazos mayores (Gráfico N° 34).

Gráfico N° 34
Estructura del Portafolio por plazo



El diferencial de intereses pagados por Italia, España y Bélgica con relación a Francia presentaron volatilidad durante la gestión, incrementándose de manera significativa el cuarto trimestre de 2011, para luego presentar importantes correcciones (Gráfico N° 35).

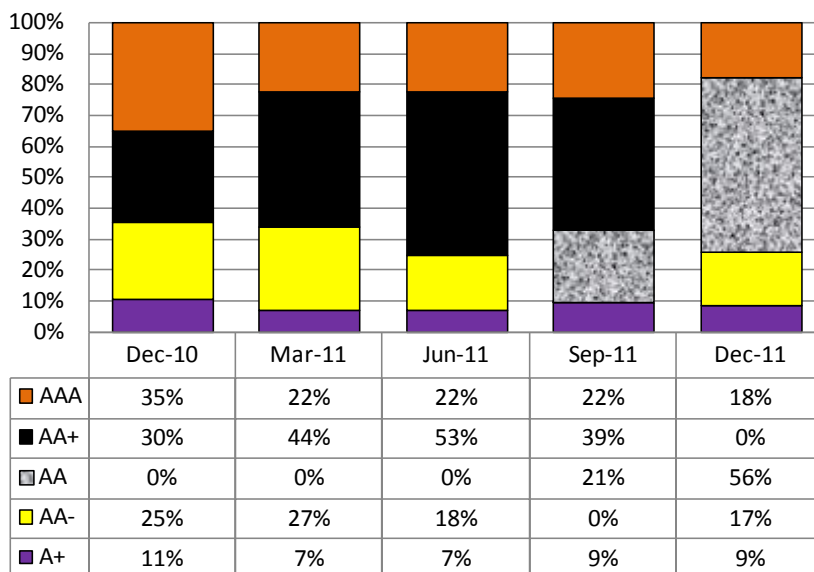
Gráfico N° 35
Evolución de los spreads de las emisiones de gobierno a 6 meses plazo de Italia, España y Bélgica vs Francia
En porcentaje



Fuente: Bloomberg

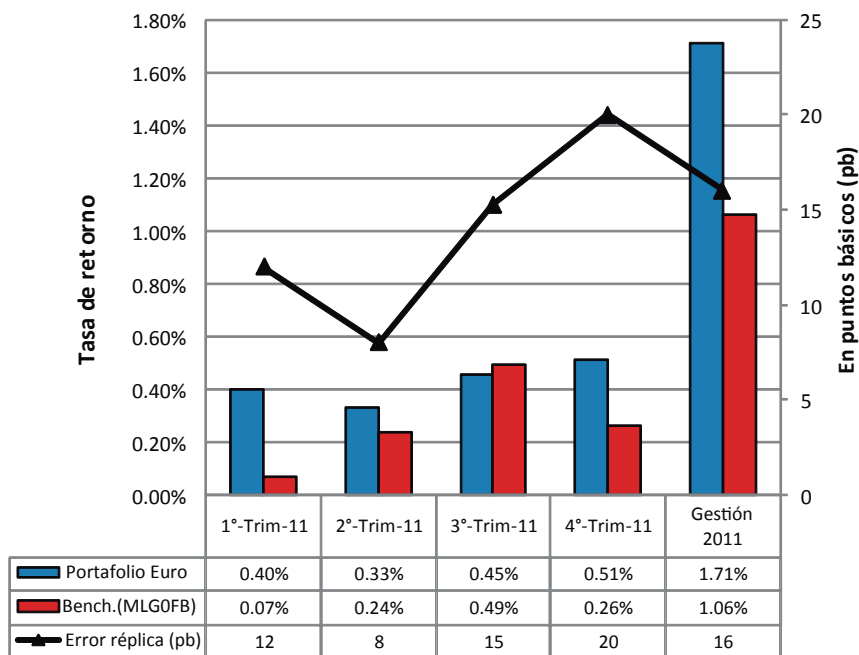
La calidad crediticia de las inversiones en el Portafolio Euro disminuyó debido a las menores inversiones AAA que en la gestión se redujeron de 35% a 18% y se incrementaron las inversiones con calificación AA que a diciembre 2011 fueron equivalentes a 56% (Gráfico N° 36).

Gráfico N° 36
Estructura por calificación crediticia del Portafolio Diversificación - Euro



Las estrategias de inversión mencionadas, lograron un rendimiento para el portafolio de 1,71% en la gestión 2011, 65 p.b. por encima de su comparador referencial, reflejando así una adecuada administración del portafolio en un complicado escenario de elevada volatilidad por la crisis de la zona euro.

Gráfico N° 37
Rendimiento trimestral del Portafolio Diversificación - Euro



7.4 Portafolio Global

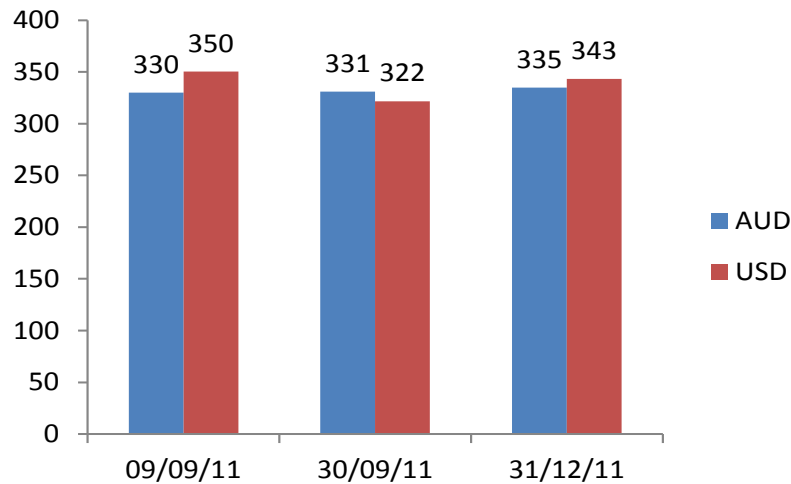
El Portafolio Global se constituyó en el mes de septiembre 2011 con la compra de dólares canadienses (CAD) y dólares australianos (AUD) equivalentes a 3% de las reservas totales en cada moneda.

7.4.1 Inversiones en dólares australianos

Las inversiones en dólares australianos se efectuaron por un valor de AUD 330 millones con fecha valor 9 de septiembre de 2011, equivalente a USD 350 millones.

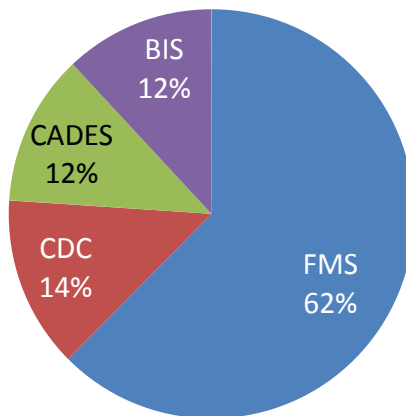
Al 31 de diciembre de 2011 el valor del portafolio fue de AUD 335 millones, AUD 5 millones por encima del valor de apertura del portafolio. El valor equivalente del portafolio en USD al cierre de gestión fue de USD 343 millones. (Gráfico N° 38).

Gráfico N° 38
Valor de Mercado AUD y su equivalente en USD
(En millones de AUD y USD)



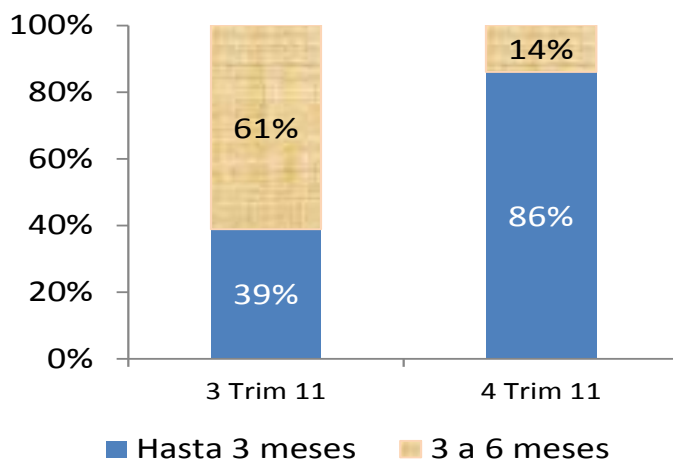
Las inversiones en AUD se concentran en las agencias de gobierno francesas y alemanas, CADES, CDC y FMS, con una participación del 88%, a fin de mantener una elevada calidad crediticia del portafolio y aprovechar los niveles atractivos de estas emisiones por el incremento de la aversión al riesgo en los mercados globales. El 12% restante fue invertido en emisiones del Banco Internacional de Pagos.

Gráfico N° 39
Estructura al 31 de diciembre 2011



Inicialmente, el plazo de las inversiones en AUD fue en el tramo de 3 a 6 meses a fin de mantener una maduración promedio similar a la del comparador referencial y evitar diferencias importantes tras la apertura del portafolio. Posteriormente, se incrementó la participación del tramo hasta 3 meses desde 39% a 86%, a fin de aprovechar la inversión de la curva, con mayores rendimientos en los tramos cortos en relación a los tramos largos (Gráfico N° 40).

Gráfico N° 40
Estructura por plazo



Si bien el Banco de la Reserva de Australia redujo su tasa de referencia en dos oportunidades durante el cuarto trimestre, primero de 4,75% a 4,50% y luego a 4,25%, las inversiones en instrumentos de spread en los tramos cortos disminuyeron levemente, por lo que su rendimiento se mantiene elevado.

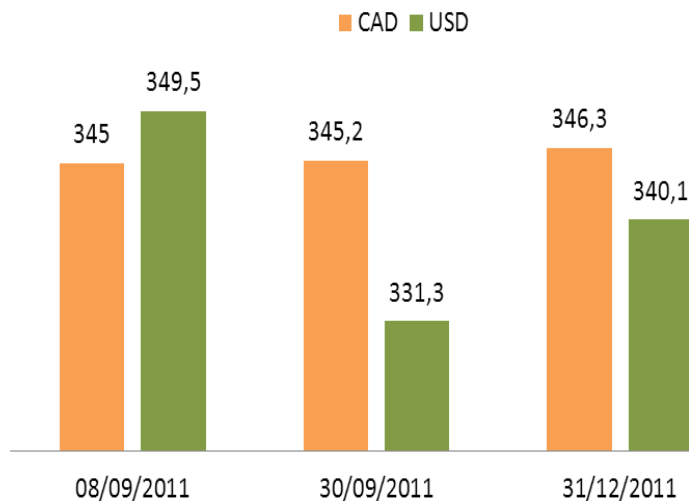
El rendimiento alcanzado por el portafolio desde su apertura al 31 de diciembre de 2011 fue de 1,44%, 13 p.b. por encima de su benchmark.

7.4.2 Inversiones en dólares canadienses

Las inversiones en dólares canadienses se efectuaron por un valor de CAD 345 millones con fecha valor 8 de septiembre equivalentes a USD 349,5 millones.

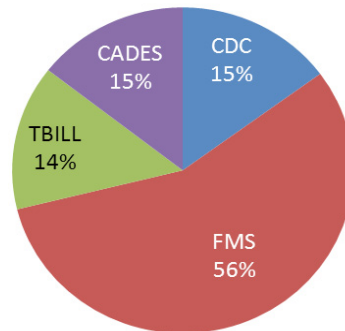
Al 31 de diciembre de 2011 el valor del portafolio fue de CAD 346 millones equivalentes a USD 340,1 millones. Desde la apertura del portafolio en septiembre al cierre del cuarto trimestre, el valor del portafolio se incrementó en CAD 1,3 millones por los intereses generados de las inversiones (Gráfico N° 41).

Gráfico N° 41
Valor de Mercado CAD y USD
(En millones)



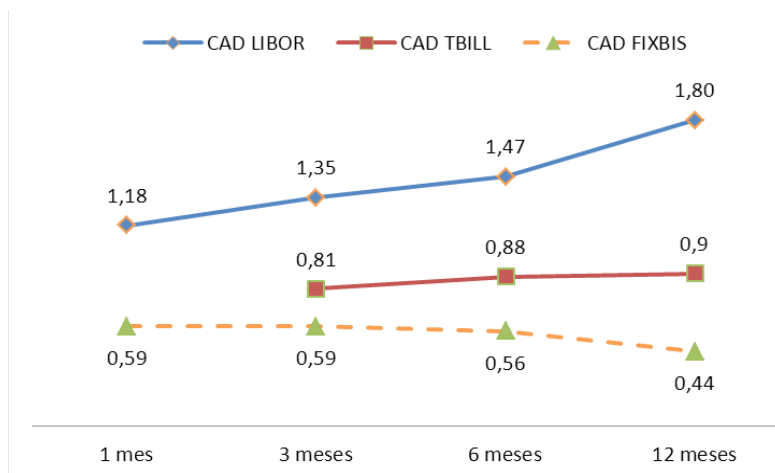
Las inversiones en CAD estuvieron orientadas a capturar el spread ofrecido por las agencias europeas, por lo que la exposición a los TBills canadienses disminuyó de 29% al 30/09/11 a 14% al 31/12/11 (Gráfico N° 42).

Gráfico N° 42
Estructura por emisor al 31 de diciembre 2011



El diferencial en las tasas de interés ofrecido por las agencias europeas, respecto a los TBill canadienses y a las emisiones del BIS se muestra en el Gráfico N° 43. La agencias europeas, como producto de la crisis soberana europea y la tensión en los mercados de renta fija europeos, ofrecieron tasas iguales o superiores a la curva LIBOR en CAD.

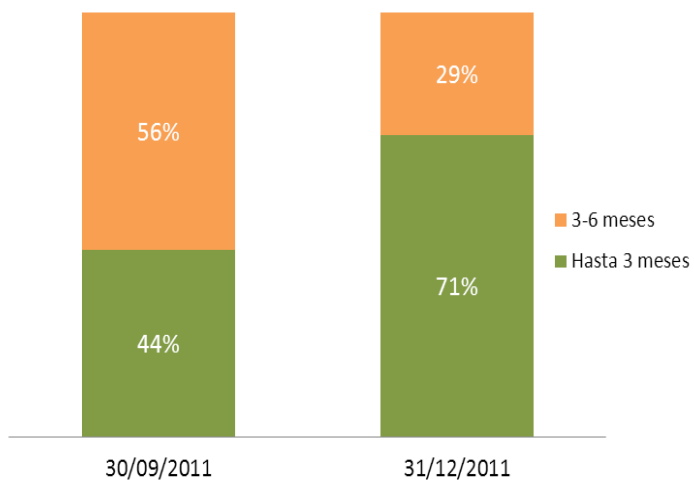
Gráfico N° 43
Curvas de rendimiento:
FIXBIS, TBILL y LIBOR en CAD
Al 31 de diciembre 2011



Fuente: Bloomberg

Respecto al plazo de inversión, la exposición a las agencias europeas no superó los 6 meses y las inversiones en Tills canadienses los 3 meses de duración como respuesta a expectativas de incremento en las tasas de rendimiento. En el cuarto trimestre las inversiones en el tramo de hasta 3 meses se incrementaron de 44% a 71%, mientras que las inversiones en el tramo de 3 a 6 meses disminuyeron de 56% a 29% (Gráfico N° 44).

Gráfico N° 44
Estructura por plazo al 31 de diciembre de 2011



El rendimiento desde la apertura del portafolio fue de 0,39% y de su comparador referencial 0,15%; con un exceso de retorno de 24 p.b.

8. Reservas de Oro

El precio del oro, marcó una tendencia creciente durante la gestión alcanzado sus máximos a principios del mes de septiembre. Durante el primer semestre, el impulso en el precio del oro se dio principalmente por el incremento en la demanda del metal como activo refugio ante la crisis del Medio Oriente, el terremoto de Japón el 11 de marzo y la crisis de deuda soberana europea. A principios del segundo semestre el fuerte incremento del precio del oro se debió a la crisis de deuda en Estados Unidos y su consecuente baja de calificación crediticia, en el que el oro actuó como activo refugio. El 5 de septiembre alcanzó un máximo histórico de USD/OTF 1.900 como se muestra en el siguiente gráfico.



Fuente: Bloomberg

Después de haber alcanzado el máximo histórico, el precio del oro inició una tendencia a la baja principalmente por las ventas de varios inversionistas para tomar ganancias y cubrir las pérdidas de otras inversiones y por el temor de que los bancos centrales europeos podrían vender sus tenencias de oro para resolver parcialmente la crisis de deuda europea. El precio del oro tuvo una apreciación de 10% durante la gestión (Gráfico N° 45).

Durante la gestión 2011 el valor del portafolio de oro se incrementó en USD 515 millones, de USD 1.613 millones a USD 2.128 millones, debido a la compra de 7 toneladas en el mes de septiembre de 2011 y al incremento en la valoración del precio del oro que pasó de USD/OTF 1.421 a inicios de la gestión a USD/OTF 1.564 al 31 de diciembre de 2011. (Gráfico N° 46 y 47)

Gráfico N° 46
Valor de mercado del portafolio
(En millones de USD)

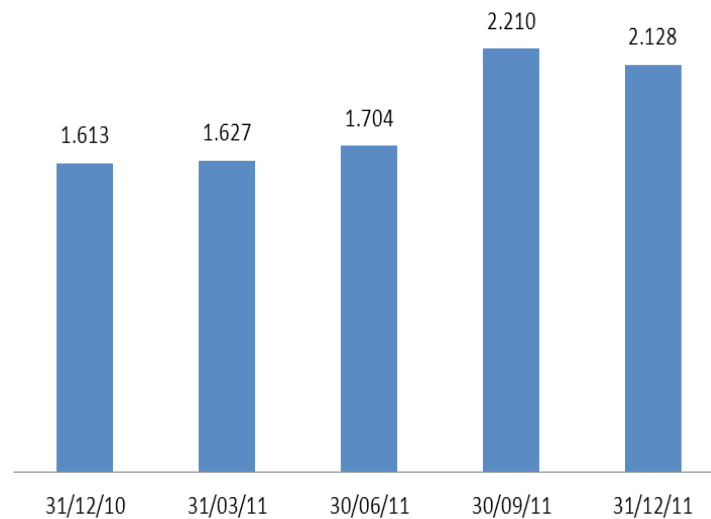
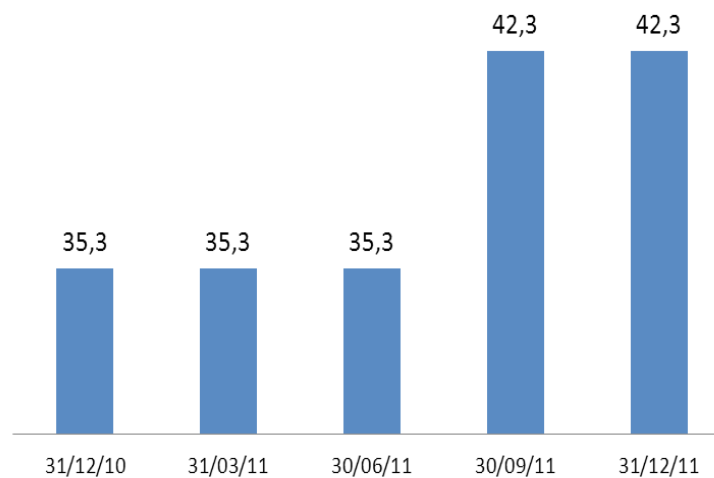


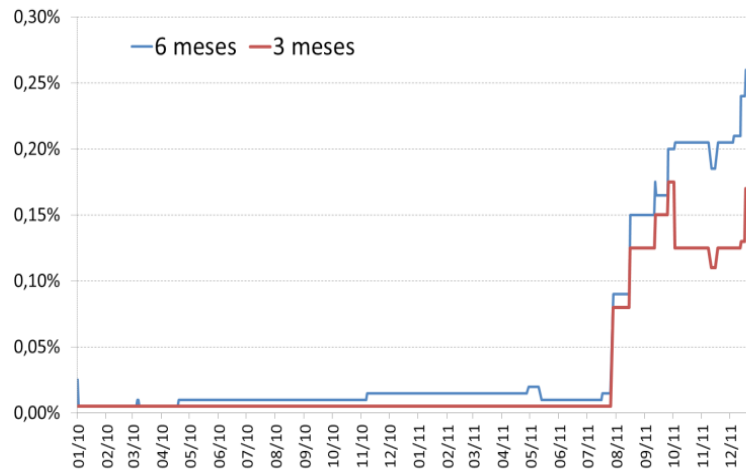
Gráfico N° 47
Valor del portafolio
(En toneladas)



Las tasas de interés para depósitos de oro a 3 y 6 meses, mostraron una tendencia al alza desde mediados de agosto como resultado del incremento del riesgo crediticio bancario y soberano y las crecientes necesidades de liquidez de los bancos europeos.

Las tasas promedio de mercado para depósitos de oro a 3 y 6 meses durante todo el 2010 y hasta agosto 2011 se mantuvieron cercanas a 0%, posteriormente incrementaron hasta alcanzar 17 y 26 p.b. respectivamente al final del año (Gráfico N° 48) debido a las necesidades de liquidez producto de las repercusiones de la crisis de deuda fiscal europea en las entidades financieras.

Gráfico N° 48
Tasas de interés de depósitos en oro*



*Fuente: Barclays Bank, Deutsche Bank

Las inversiones en el Portafolio de Oro se efectuaron en plazos de hasta 6 meses, en bancos de alta calidad crediticia, distribuidos en 2 bancos del Reino Unido con 56%, 3 bancos franceses con 39% y un banco alemán 5% (Gráficos N° 49 y 50).

Gráfico N° 49
Estructura del Portafolio de Oro por Emisor
(En toneladas)

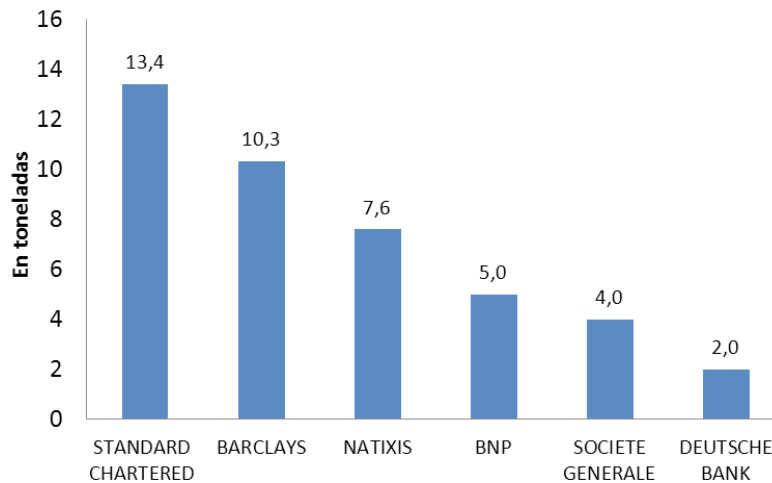
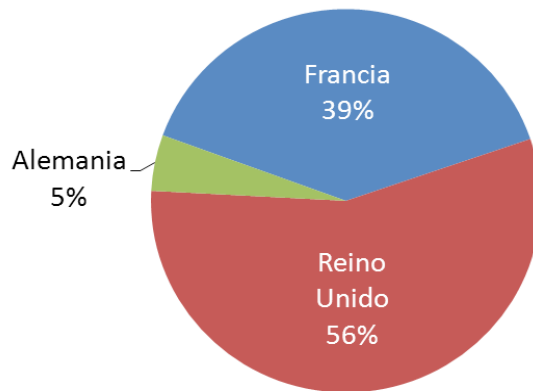
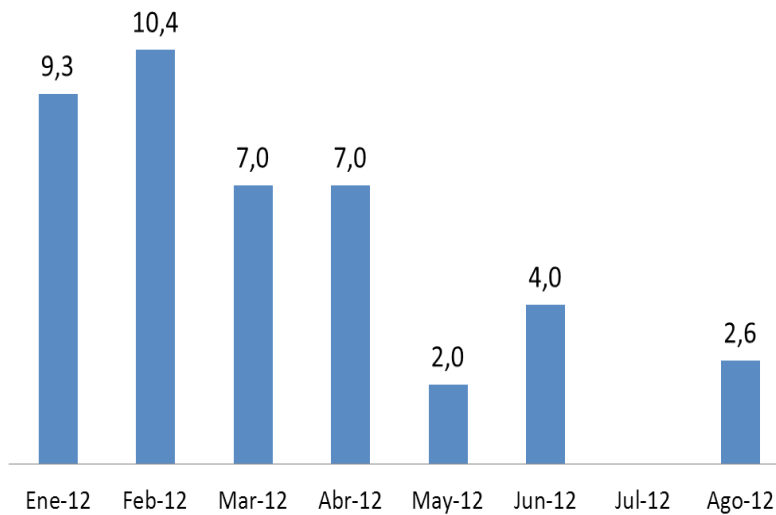


Gráfico N° 50
Estructura del Portafolio de Oro por país



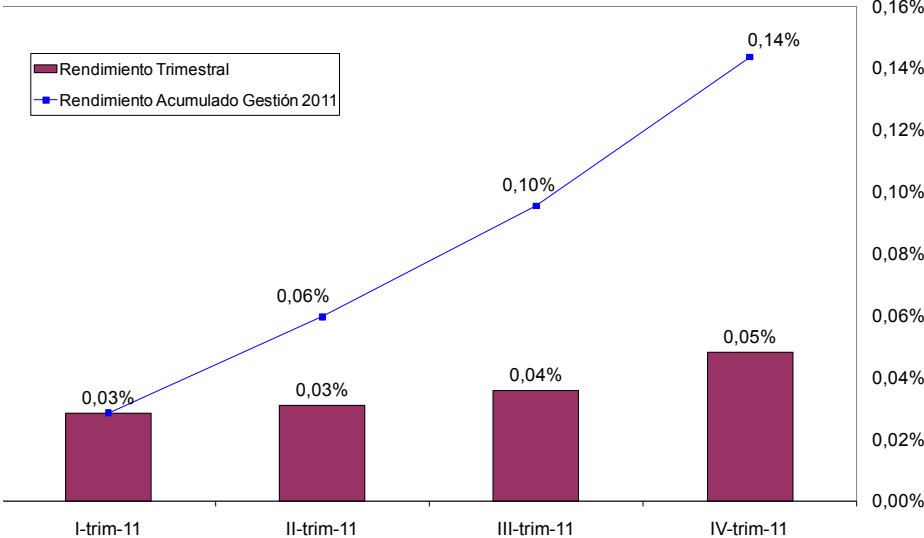
Los vencimientos del Portafolio de oro se encuentran concentrados en el primer semestre de 2012 con 39,7 toneladas y solamente 2,6 toneladas en el segundo semestre. El mes con mayor volumen de vencimientos es febrero con 10,4 toneladas con un vencimiento promedio de 2 toneladas por semana (Gráfico N° 51).

Gráfico N° 51
Estructura del Portafolio de Oro por vencimiento
(En toneladas)



El rendimiento de las inversiones de oro en la gestión 2011 fue de 0,14% sin considerar las variaciones de la cotización del oro (Gráfico N° 52).

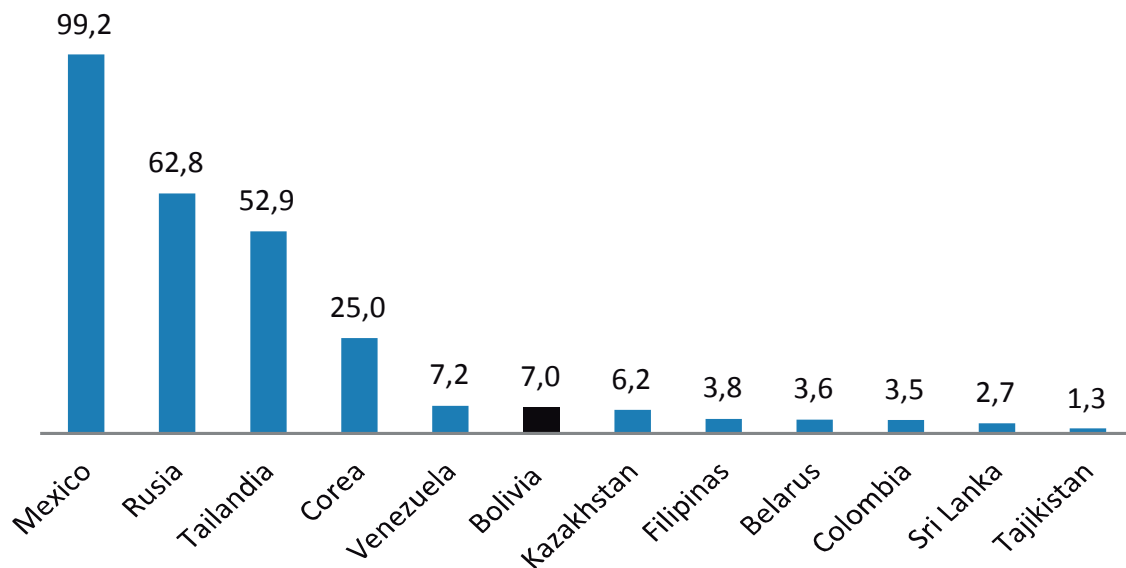
Gráfico N° 52
Rendimiento Trimestral del Portafolio Oro



RECUADRO 4: COMPRAS DE ORO DE LOS BANCOS CENTRALES

Las tenencias de oro favorecen a la diversificación de las reservas internacionales por sus características de activo refugio contra crisis e incertidumbre y cobertura contra la inflación, además de que no reflejan ningún pasivo al no tener un “emisor”.

En la gestión 2011 algunos bancos centrales efectuaron compras de oro. México compró 99 toneladas como parte del programa de compras de largo plazo, seguido por Rusia con compras de su producción interna por 63 toneladas, Tailandia con 53 toneladas y Corea con 25 toneladas entre las más importantes.



Continuando con la diversificación en la inversión de las reservas internacionales, en agosto de 2011 el Banco Central de Bolivia compró 7 toneladas de oro en los mercados financieros internacionales, equivalentes a USD 402 millones. Con esta compra las tenencias de oro del BCB al 31 de diciembre de 2011 alcanzan a 42,3 toneladas.

Las tenencias de oro en las economías avanzadas como Estados Unidos, Alemania, Italia, Francia y Holanda tienen una participación por encima del 50% de sus reservas internacionales. Asimismo, en términos absolutos Estados Unidos es el principal tenedor de oro en el mundo con 8,134 toneladas.

Cuadro N° R4-1
Principales Países tenedores de oro como reserva

País	Toneladas	% Sobre Reservas
EE.UU.	8.134	76,9%
Alemania	3.396	74,2%
FMI	2.814	
Italia	2.452	73,9%
Francia	2.435	73,7%
China	1.054	1,8%
Suiza	1.040	16,8%
Rusia	874	9,6%
Japón	765	3,3%
Holanda	612	63,0%

Fuente: World Gold Council, edición enero 2012

Dentro de los países de la región, Bolivia en términos absolutos se encuentra en cuarto lugar con 42,3 toneladas de oro después de Venezuela, México y Argentina. En cambio como porcentaje se tiene una participación del 18% sobre el total de las reservas, después de Venezuela (71%) y Ecuador (36%) como se muestra en los siguientes gráficos.

Gráfico N°3
Países tenedores de Oro en la región
(en toneladas)

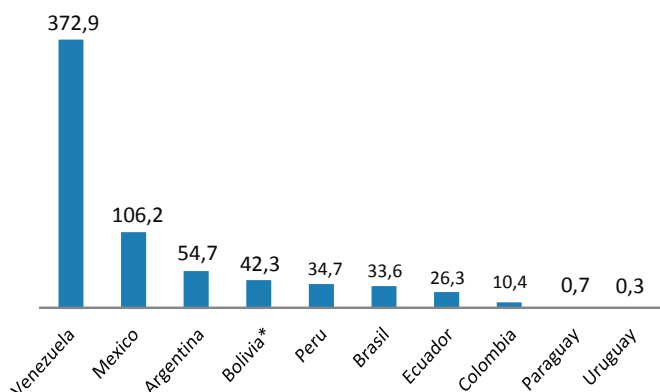
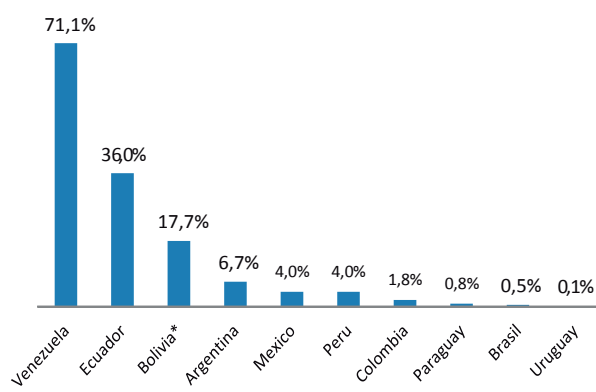


Gráfico N°4
Porcentaje de oro sobre el total de reservas
Países de la región



Fuente: World Gold Council, edición enero 2012
 (*) Datos BCB al 31 de diciembre de 2011

9. Cumplimiento de Normas y Límites

El Departamento de Control de Inversiones certifica que durante la gestión de 2011 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 2011 se efectuaron las siguientes modificaciones:

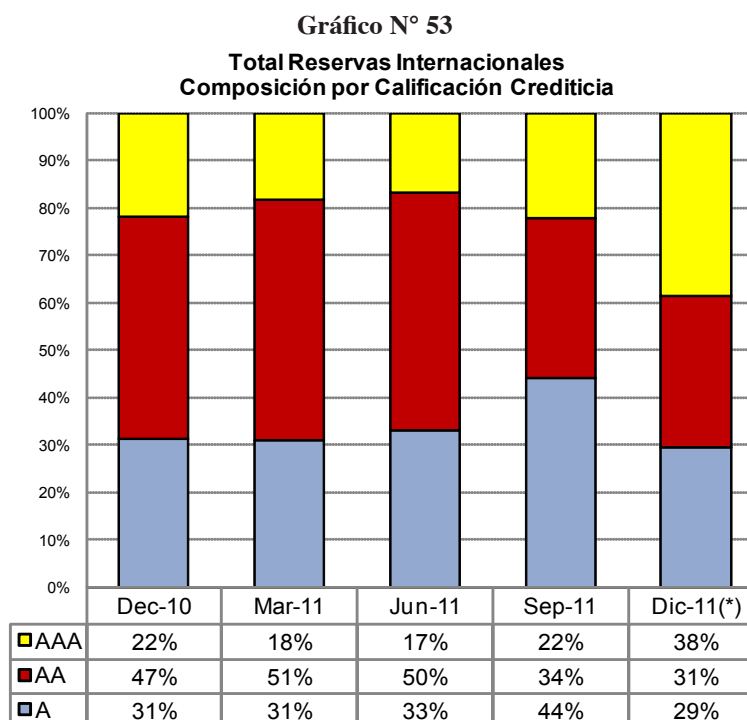
- El 28 de junio, mediante Acta N°13/2011, el Comité decidió no efectuar nuevas inversiones en Italia y dos bancos, Intesa San Paolo y Norddeutsche Landesbank Girozentrale debido a las disminuciones de sus calificaciones crediticias por debajo de los mínimos establecidos por el Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales y mantener a vencimiento las vigentes a esa fecha.
- A partir del 1° de julio de 2011, como resultado del cambio de agencia calificadora de riesgo, no se efectuaron nuevas inversiones en Italia debido a que su calificación está por debajo de la mínima de AA- establecida en el Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales. Como consecuencia, no se realizaron nuevas inversiones en bancos italianos.
- En fecha 16 de agosto el Directorio del BCB, mediante R.D 100/2011, autorizó la compra en el mercado financiero internacional de 7 toneladas de oro en la categoría London Good Delivery Bar con recursos de las reservas monetarias internacionales en dólares estadounidenses.
- El 16 de agosto el Directorio del BCB mediante R.D 101/2011 aprobó el nuevo Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales autorizando la constitución del Portafolio Global.
- El 8 de diciembre, mediante Acta N° 25/2011, el CRI decidió no efectuar nuevas inversiones en Clydesdale Bank PLC debido a la disminución en su calificación por debajo del mínimo establecido por el Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales y mantener a vencimiento las vigentes a esa fecha.
- El 20 de diciembre el Directorio del BCB, mediante R.D N° 163/2011, aprobó el nuevo Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales que autoriza la inversión en nuevos instrumentos como los Mortgage Backed Securities (MBS) y Treasury Inflation Protected Securities (TIPS) y la conformación del Portafolio Activo de Monedas.

10. Gestión de Riesgos Financieros

10.1 Riesgo crediticio

10.1.1. Composición por calificación de riesgo crediticio

Durante la gestión 2011 las reservas internacionales tuvieron un mejor perfil crediticio debido a las mayores inversiones con calificación crediticia AAA que incrementaron de 22% a 38%, reduciendo las inversiones con calificaciones de AA y A de 47% a 31% y de 31% a 29% respectivamente (Gráfico N° 53).



(*) Clydesdale Bank (BBB+) disminuyó su calificación crediticia en diciembre 2011, después de efectuadas las inversiones, al 31 de diciembre de 2011 la exposición en esta entidad representaba el 2% de las Reservas Internacionales por lo que el Comité de Reservas decidió mantenerlas a vencimiento pero no efectuar nuevas inversiones.

10.1.2 Cambios de calificación crediticia de las contrapartes

En el año 2011 las agencias calificadoras de riesgo disminuyeron las calificaciones crediticias de varias entidades y países de importancia sistémica a nivel internacional. En diciembre S&P colocó en perspectiva negativa a 15 países de la Zona Euro indicando que podría disminuir su calificación de riesgo crediticio en los siguientes meses con una probabilidad del 50%. En el sector bancario, 7 de 12 entidades revisadas en la Zona Euro

experimentaron una disminución en su calificación de riesgo crediticio como resultado de la mayor incertidumbre en esta región.

En el caso de las inversiones del BCB, de las 19 contrapartes bancarias donde se efectuaron inversiones durante el año, 3 aumentaron de calificación crediticia, 11 mantuvieron su calificación y 5 disminuyeron su calidad crediticia. En cuanto a las agencias de gobierno 1 de las 9 agencias donde se efectuaron inversiones disminuyó su calificación crediticia. El detalle de las entidades que disminuyeron su calidad crediticia se presenta en el Cuadro N° 11.

Cuadro N° 11
Entidades y países que disminuyeron su calificación crediticia

Entidad /País	País	Calificación de Largo Plazo		Fecha de cambio
		DE	A	
Bancos				
Banco Santander S.A.	España	AA	AA-	11-Oct-11
Banco Bilbao Vizcaya	España	AA	A+	29-Nov-11
BNP Paribas	Francia	AA	AA-	14-Oct-11
Barclays Bank PLC	Reino Unido	AA-	A+	29-Nov-11
Clydesdale Bank PLC	Reino Unido	A+	BBB+	1-Dec-11
Agencias				
Instituto de Crédito Oficial	España	AA	AA-	13-Oct-11
Países				
Estados Unidos		AAA	AA+	5-Ago-2011
España		AA	AA-	13-Oct-11
Bélgica		AA+	AA	25-Nov-11

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

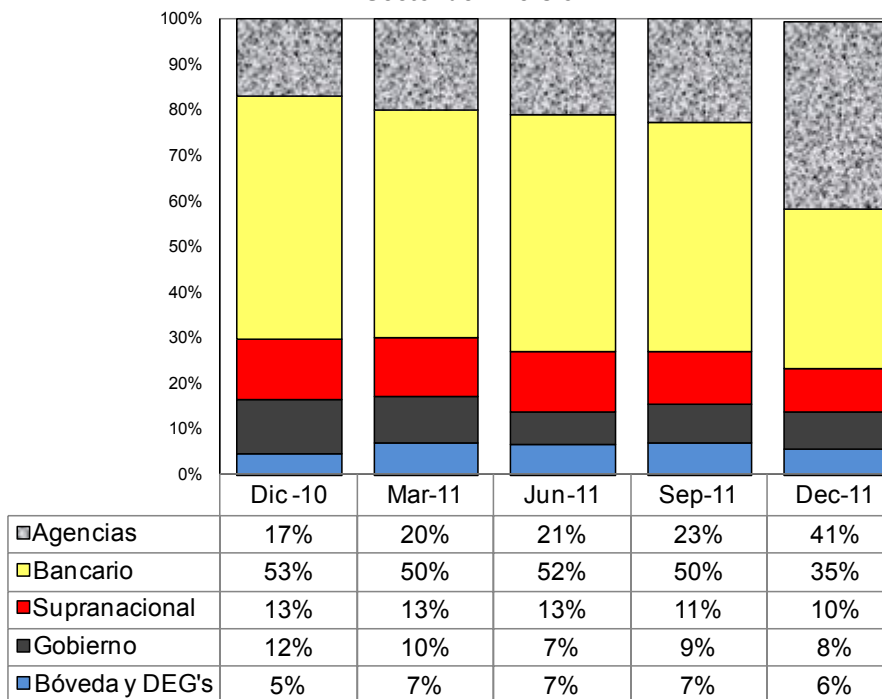
A partir del 1° de julio de 2011, como resultado del cambio de agencia calificadoradora de riesgo, no se efectuaron nuevas inversiones en Italia debido a que su calificación está por debajo de la mínima de AA- establecida en el Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales. Como consecuencia, no se realizaron nuevas inversiones en bancos italianos.

10.1.3 Composición por sector

En el año se redujo la exposición al sector bancario de 53% a 35%, en razón del mayor riesgo crediticio en este sector y se incrementaron las inversiones en agencias de gobierno de 17% a 41% con una mejor calidad crediticia, las inversiones en entidades supranacionales disminuyeron levemente de 13% a 10% tal como se presenta en el 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. Al cierre de 2011 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.

10.2. Riesgo global y de tasas de interés

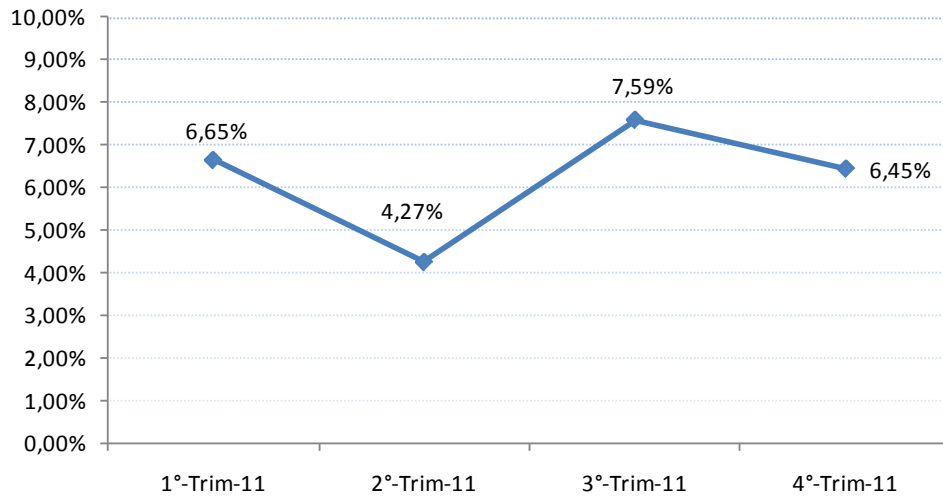
10.2.1 Riesgo global

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 de los precios de mercado de los títulos, de las cotizaciones de las monedas y del oro en los cuales se tienen inversiones. El cálculo de esta probabilidad se efectúa al inicio de cada trimestre con base en datos históricos de los índices de referencia (benchmarks) definidos para cada portafolio en el Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales y efectuando 10.000 simulaciones de retornos anuales.

De la estimación se obtuvo que la probabilidad *ex-ante* de obtener pérdidas en 1 año es del 6,45%, por tanto, existe una certeza del 93,5% de obtener al final de la gestión un retorno anual positivo. La probabilidad obtenida es menor al 10% definida por el Directorio del BCB.

A continuación se presenta la probabilidad de obtener retornos negativos estimada para cada trimestre del 2011. El riesgo global se incrementó en el tercer trimestre debido a una mayor volatilidad en el mercado de la Zona Euro como resultado de la crisis financiera y las mayores inversiones de oro, sin embargo, este riesgo fue menor en el último trimestre como resultado de una mayor diversificación con inversiones en otras monedas (CAD y AUD).

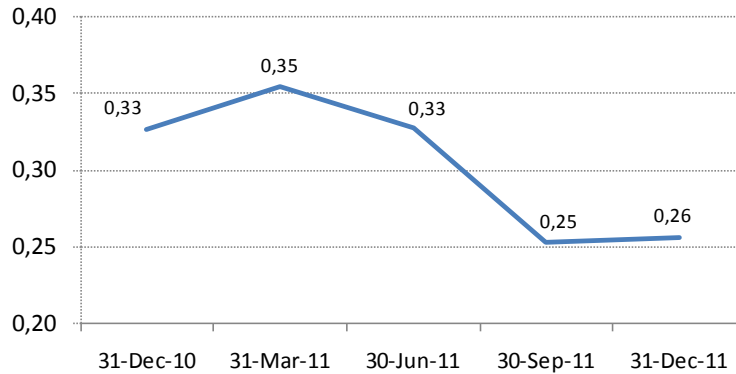
Gráfico N° 55
Probabilidad ex ante de obtener retornos negativos
(En porcentajes)



10.2.2 Riesgo de tasas de interés

El riesgo de perder debido a un movimiento adverso en las tasas de interés es mínimo, debido a que las inversiones se han efectuado a plazos cortos; la duración promedio de las reservas internacionales incluyendo las inversiones de oro es 0,26, es decir que las inversiones tienen un plazo promedio de inversión de aproximadamente 3 meses (Gráfico N° 56).

Gráfico N° 56
Duración de las Reservas Internacionales



RECUADRO N° 5: RIESGO CREDITICIO BANCARIO Y SOBERANO

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 entidades bancarias (riesgo bancario), a gobiernos y agencias gubernamentales (riesgo soberano) y a organismos supranacionales. Una de las formas de 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 los factores que afectan 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 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 entidades.

Para limitar este riesgo, el Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales del BCB establece una calificación crediticia que debe ser igual o superior a **AA-** para países y de **A** para entidades supranacionales, agencias y bancos. La escala con mayor capacidad de pago llamada "grado de inversión" cuenta con cuatro niveles 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), dentro de cada una de estas categorías de riesgo crediticio se tienen 3 niveles intermedios distinguidos por el signo "+" o "-" para diferenciar una mayor o menor calidad crediticia de la entidad en comparación al grupo al que pertenece.

1. Riesgo crediticio soberano

El riesgo crediticio soberano en la inversión de las reservas internacionales corresponde a las inversiones en títulos de gobierno y agencias gubernamentales. El Cuadro N° R5-1 muestra la calidad crediticia de los países donde el BCB tiene inversiones.

Cuadro N° R5-1
Calificación de las inversiones en riesgo soberano por país

País	Calificación de riesgo crediticio soberano según S&P	Perspectiva(*)	Monto invertido Al 31-Dic-11 (Millones de USD)
Francia	AAA	Watch negativo	4,075
Alemania	AAA	Watch negativo	2,266
Inglaterra	AAA	Estable	1,573
Bélgica	AA	Watch negativo	832
Holanda	AAA	Watch negativo	801
España	AA-	Watch negativo	567
Canadá	AAA	Estable	49
Total			10,164

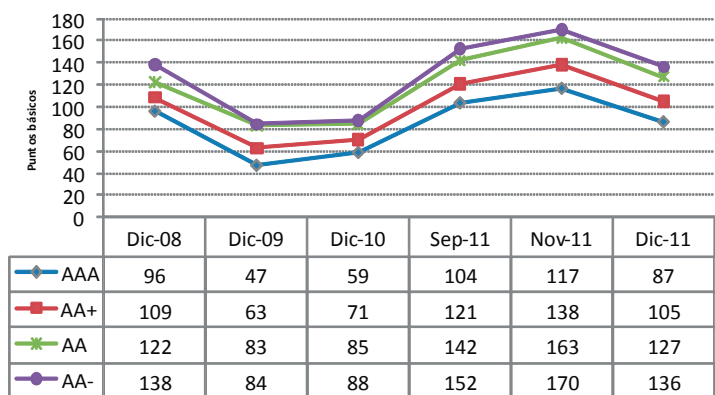
(*) La perspectiva indica la expectativa de un posible cambio en la calificación crediticia: "Watch negativo" indica que una disminución podría ocurrir en un horizonte de 3 a 6 meses. "Negativa" indica que la baja en la calificación podría ocurrir en un horizonte de 12 a 24 meses y "Estable" indica que la calificación no se modificará en el mismo periodo.

Durante la gestión 2011 sucedieron eventos que incrementaron el riesgo soberano a nivel mundial, entre ellos el tsunami en Japón asociado a la crisis nuclear de inicios de marzo que incrementó la aversión de los inversionistas por activos riesgosos. En mayo se incrementó la incertidumbre acerca de la deuda soberana de la Zona Euro que repercutió en revisiones y disminuciones de las calificaciones crediticias de sus países integrantes.

Los diferenciales de los Credit Default Swaps (CDS), indicador de riesgo crediticio, se incrementaron continuamente hasta noviembre de 2011 en todos los niveles de calificación crediticia reflejando un mayor riesgo crediticio soberano a pesar de una ligera disminución en diciembre 2011 (Gráfico N° R5-1).

Gráfico N° R5-1

CDS SPREADS A 5 AÑOS POR CALIFICACIÓN DE RIESGO SOBERANO

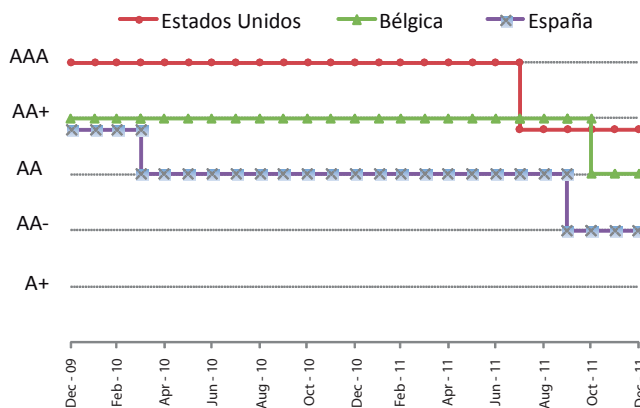


Los niveles se mantienen altos y se encuentran por encima de los registrados un año atrás. En los países con máxima calidad crediticia (AAA) los diferenciales de CDS se incrementaron de 59 p.b. a 87 p.b. mientras que para los países AA- dicho aumento fue de 88 p.b. a 136 p.b.

Esta percepción de mayor riesgo en el mercado se tradujo en revisiones y disminuciones de calificación crediticia de los principales países de Europa como Bélgica y España. Por otra parte, Estados Unidos también experimentó una disminución en su calificación de riesgo soberano por sus altos niveles de endeudamiento (Gráfico N° R5-2). A pesar de estas disminuciones en la calificación de riesgo, estos países mantienen una alta calidad crediticia por lo que la probabilidad de incumplimiento se mantiene cercana a cero.

Gráfico N° R5-2

Países donde el BCB tiene inversiones y que disminuyeron su calificación de riesgo soberano

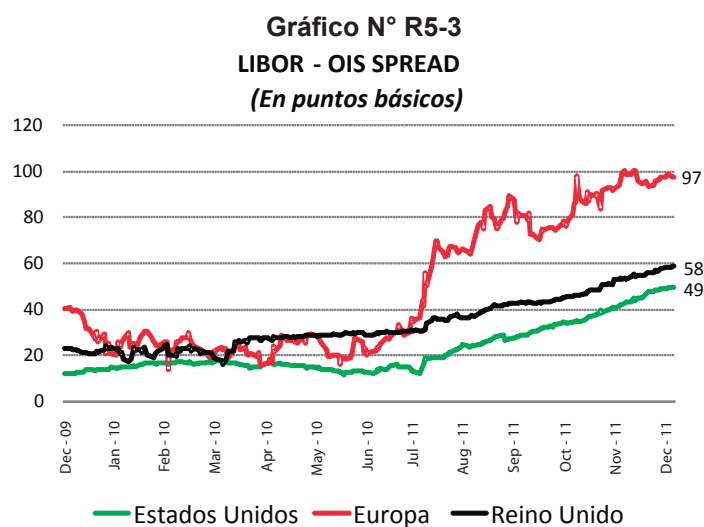


2. Riesgo crediticio bancario

La situación del sector financiero internacional se vio afectada por la crisis de deuda de los países de la Zona Euro y las medidas de regulación que son cada vez más estrictas en cuanto a mayores requerimientos de capital para el sector. Las autoridades supervisoras y los inversionistas en el mercado internacional enfatizan la atención sobre la solvencia de los bancos.

La percepción del riesgo crediticio bancario se ha incrementado durante el segundo semestre de 2011 debido a la crisis de deuda soberana de Europa; un indicador de este riesgo es la LIBOR-OIS spread, que resulta de la diferencia entre la tasa LIBOR a tres meses (tasa a la cual los bancos se prestan entre sí en el mercado de Londres), y la tasa OIS (overnight index swap). Este indicador es una medida de riesgo de crédito porque refleja la percepción de los bancos de que otra contraparte no cumpla con sus obligaciones y expresa los costos de financiamiento que enfrentan los bancos. Entre más alto el indicador, mayor es el riesgo crediticio bancario.

En el segundo semestre de 2011 el spread LIBOR-OIS de Europa se incrementó de 20 p.b a 97 p.b. Por su parte, los spreads de Estados Unidos y Reino Unido se incrementaron en menor proporción y estuvieron cercanos a los 50 p.b (Gráfico N° R5-3).



El stress del sistema bancario internacional se reflejó en la revisión y en las disminuciones de las calificaciones crediticias de 23 de los 37 bancos más importantes a nivel mundial como efecto de la crisis de deuda soberana de los países de la zona del Euro.

Las instituciones financieras con exposición directa a la zona del Euro fueron las más afectadas ya que sus costos de fondeo se incrementaron y su acceso a alternativas de financiamiento disminuyó. Por tanto estos bancos tuvieron que tomar acciones para reducir su apalancamiento mediante la venta de activos y condiciones más restrictivas en la otorgación de créditos.

3. Perspectiva

3.1 Sector soberano

El deterioro de la calidad crediticia de los países de la Zona Euro y Estados Unidos como resultado de la crisis de deuda ha generado un escenario más pesimista para la gestión 2012 esperando mayores disminuciones de calificación de riesgo soberano.

La agencia calificadora de riesgo S&P proyecta cierta recuperación de la economía norteamericana con una tasa de crecimiento de 1.7% mayor al promedio de la Zona Euro. La probabilidad de una recesión económica disminuyó de 40% a 35% debido a ciertas mejoras en su mercado laboral, en el sector manufacturero y en el gasto del consumidor. Sin embargo, las proyecciones de crecimiento pueden verse afectadas negativamente por los ajustes fiscales y una severa recesión en Europa.

En Europa, se espera una recesión económica moderada por el debilitamiento del sector manufacturero, el menor consumo europeo, los altos niveles de desempleo y la crisis de desconfianza en los mercados financieros. Se estima que el crecimiento promedio de la Zona alcance a 0,4% el 2012 y existe mucha expectativa sobre los acuerdos de política monetaria y fiscal entre los 27 miembros de la Unión Europea.

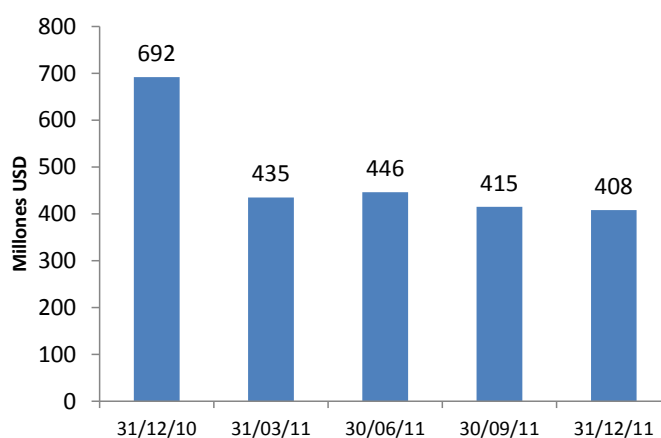
3.2 Sector bancario

Los bancos más grandes a nivel mundial disminuyeron su calificación crediticia debido al impacto negativo de la volatilidad de los mercados financieros. Para el 2012 este sector deberá enfrentar mayores requerimientos adicionales de capital para mantener sus calificaciones de riesgo crediticio y mayores desafíos para incrementar su rentabilidad ante mayores reducciones en el crédito (*credit crunch*) y costos de financiamiento más altos.

11. Administración del Fondo RAL-ME

El valor del portafolio del Fondo RAL-ME, administrado en partes iguales por Amundi Asset Management (Francia) y Allianz Global Investors (Alemania) disminuyó de USD 692 millones a USD 408 millones durante la gestión 2011 por modificaciones al Encaje Legal y por el proceso de bolivianización de los depósitos (Gráfico N° 57).

Gráfico N° 57
Evolución del Portafolio RAL ME
(En millones de USD)



Durante la gestión 2011 y principalmente el cuarto trimestre del año, el administrador delegado Amundi incrementó la participación de títulos de gobierno de 20% a 30% y supranacionales de 25% a 29%, reduciendo la exposición al sector bancario de 22% a 12% por la incertidumbre de la crisis de deuda de la Zona Euro (Gráfico N° 58).

Por su parte, el administrador delegado Allianz mantuvo una estructura estable durante toda la gestión con una participación importante del sector de gobiernos 35%, bancario 26% y agencias 24%, aunque durante el cuarto trimestre su estrategia fue más conservadora incrementando su exposición a títulos de gobierno de 25% a 35%, mediante inversiones en emisiones de Países Bajos y Suecia y reduciendo su exposición en agencias de 33% a 24% y bancario de 9% a 5%. (Gráfico N° 59).

Gráfico N° 58
Estructura por sector - RAL-Amundi

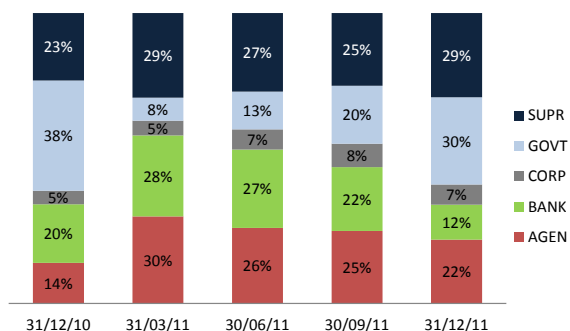
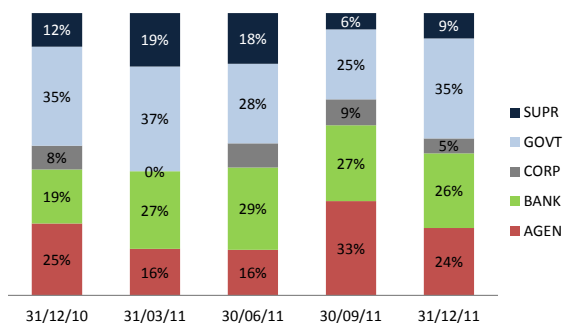


Gráfico N° 59
Estructura por sector - RAL-Allianz



En cuanto a la estrategia de duración, el Administrador Amundi matuvo las inversiones del portafolio en los tramos cortos de la curva con vencimientos de hasta 3 meses llegando a una participación de 61% al final de la gestión, aunque también durante el último trimestre incrementó las inversiones en el tramo de 6 a 12 meses al 13% del portafolio principalmente por las expectativas de disminuciones de tasas de interés (Gráfico N° 60).

Contrariamente, el administrador delegado Allianz al final de la gestión disminuyó el plazo de sus inversiones incrementando los vencimientos en el tramo de hasta 3 meses de 24% a 33% con el fin de evitar el incremento de la volatilidad característica de fin de año en los títulos mas largos (Gráfico N° 61).

Gráfico N° 60
Estructura por plazo - RAL-Amundi

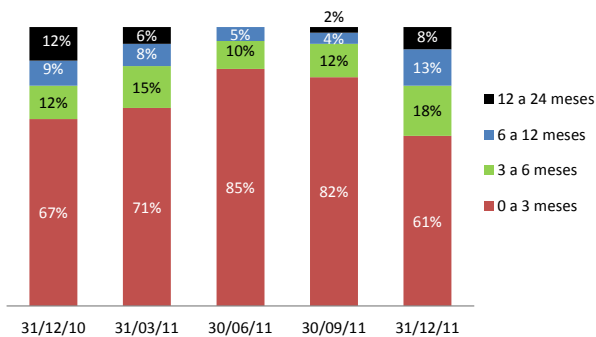
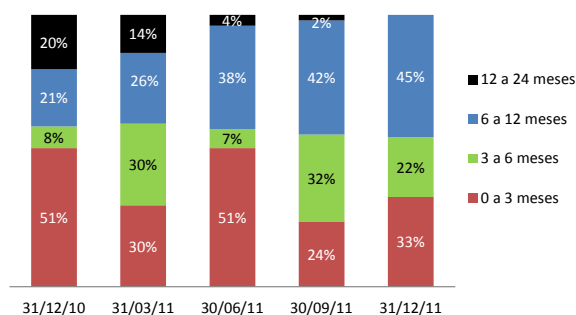


Gráfico N° 61
Estructura por plazo - RAL-Allianz



En lo que respecta al riesgo crediticio, en el año Amundi disminuyó su exposición a entidades con calificación A en 7%, con AAA en 16% e incrementó las inversiones con calificación AA en 23%. Por su parte, Allianz disminuyó su riesgo crediticio por su mayor exposición en inversiones con calidad crediticia AAA que al 31 de diciembre de 2011 representan el 44% de su portafolio (Gráficos N° 62 y 63).

Gráfico N°62

**Composición por calificación crediticia
Portafolio RAL -AMUNDI**

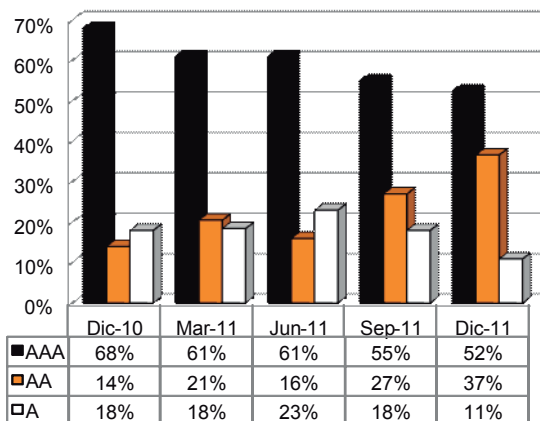
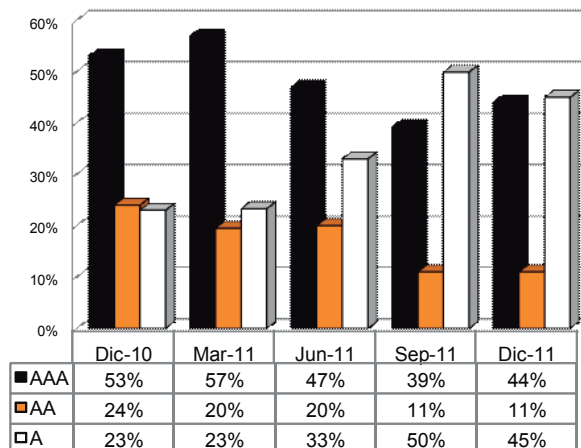


Gráfico N°63

**Composición por calificación crediticia
Portafolio RAL- ALLIANZ**



Durante la gestión 2011, la duración del portafolio gestionado por Amundi se mantuvo por debajo de la duración del benchmark, a diciembre de 2011 esta duración asciende a 0,29 equivalente a 3,5 meses de vencimiento promedio, contrariamente, la duración del portafolio administrado por Allianz se mantuvo por encima de la duración del comparador aunque con una ligera disminución en el cuarto trimestre como resultado de una reducción del plazo de inversión promedio que a diciembre de 2011 alcanzó a aproximadamente 6 meses. En general, ambos portafolios se caracterizan por tener inversiones de corto plazo.

Gráfico N° 64

DURACIÓN RAL - AMUNDI

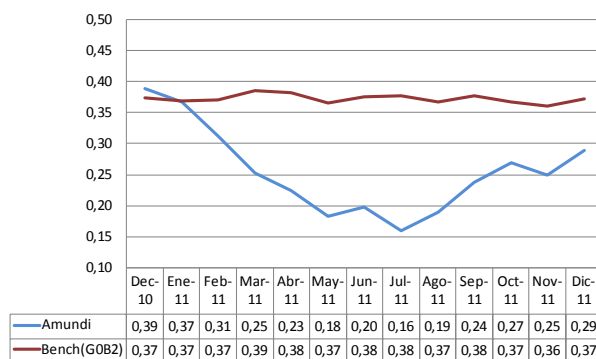
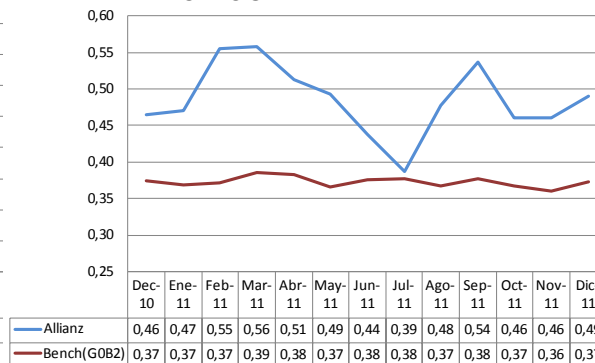


Gráfico N° 65

DURACIÓN RAL - ALLIANZ



En la gestión, Allianz obtuvo un retorno de 0,48%, 30 p.b. por encima del comparador generando ingresos por USD 1,1 millones en tanto que Amundi rindió 0,37%, 19 p.b más que el benchmark equivalente a USD 812 mil.

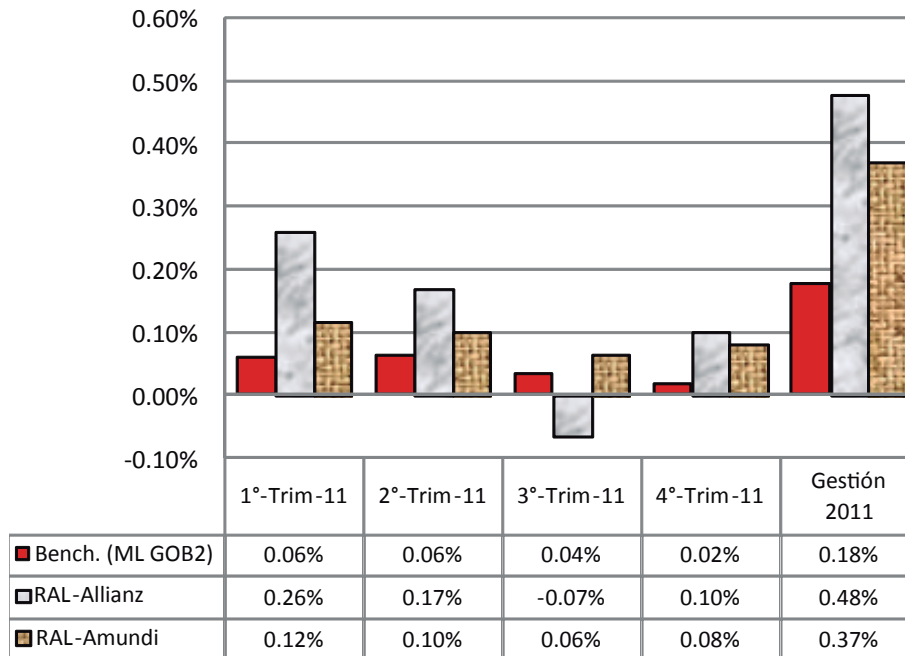
Cuadro N° 12
Rendimiento del Fondo RAL-ME por Administrador Delegado

	Gestión 2011		
	Portafolio RAL - Allianz	Portafolio RAL - Amundi	Total Fondo RAL ME (*)
Portafolio	0,48%	0,37%	0,42%
Benchmark (GOB2)	0,18%	0,18%	0,18%
Diferencia (En pb)	30	19	24
Error de réplica	25	5	13
Ingresos (En miles de USD)	1.086,2	811,7	1.951,2

(*) Incluye los ingresos por Préstamo de Valores

Se observa una recuperación en los retornos del Fondo RAL durante el último trimestre de 2011, en particular el portafolio administrado por Allianz cuyo rendimiento fue positivo a pesar de la volatilidad registrada en la Zona Euro. La evolución de los retornos del Fondo RAL-ME se presenta en el siguiente gráfico.

Gráfico N° 66
Desempeño del Portafolio RAL ME
Retorno trimestral
(En porcentaje)



12. Perspectivas para la Gestión 2012

Se estima que los problemas fiscales de la Zona Euro y su impacto en la economía global continúen siendo los aspectos más importantes en los primeros trimestres de la gestión 2012, afectando los mercados financieros con el incremento del riesgo crediticio soberano y bancario.

De acuerdo a las proyecciones de Bloomberg, la Zona Euro tendría un crecimiento negativo de -0,2% en la gestión 2012, las economías de los países emergentes como China, Brasil e India continuarían mostrando tasas de crecimiento positivas aunque menores mientras que Estados Unidos mejoraría por la recuperación de su sector manufacturero llegando a un crecimiento de 2,1%.

En este escenario de desaceleración del crecimiento de la economía global las presiones inflacionarias podrían disminuir, por lo que se espera que los bancos centrales continúen aplicando políticas monetarias expansivas como lo han estado haciendo, manteniendo así un escenario de bajas tasas de interés en los mercados de renta fija a lo largo del 2012, con presiones sobre las tasas de los instrumentos de spread como las emisiones bancarias y corporativas.

La Reserva Federal de EE.UU. (Fed) mantendría su tasa de referencia de 0,25% durante el 2012, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) disminuiría su tasa de referencia de 1% a 0,75%.

En este contexto de incertidumbre en los mercados financieros internacionales, el Banco Central de Bolivia invertirá las reservas internacionales precautelando los criterios de seguridad, liquidez y diversificación, buscando alternativas de inversión en monedas, instrumentos y mercados diferentes a los tradicionales a fin de mejorar la relación riesgo-retorno de las reservas en el mediano y largo plazo, esperando generar un retorno alrededor del 1%.

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.

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 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 Depósitos

Portafolio que forma parte del Capital de Inversión. En este Portafolio se efectúan inversiones en instituciones financieras a través de certificados de depósitos, papeles comerciales y depósitos a plazo fijo.

Portafolio de Liquidez

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

Abreviaciones

AUD	Dólar australiano
BCB	Banco Central de Bolivia
BCE	Banco Central Europeo
BIS	Por sus siglas en inglés, Bank for International Settlement
BL	Black-Litterman
CAD	Dólar canadiense
CADES	Agencia francesa Caisse D'amortissement De La Dette Sociale
CAF	Corporación Andina de Fomento
CDC	Agencia francesa Caisse Des Depots Et Consignations
CRI	Comité de Reservas Internacionales
DCI	Departamento de Control de Inversiones
DEG	Derecho Especial de Giro
FMS	Agencia alemana FMS Wertmanagement
ICO	Agencias española Instituto de crédito oficial
EEUU	Estados Unidos de Norteamérica
EAA	Estructura estratégica de activos
EFSF	Por sus siglas en inglés, Mecanismo de estabilidad financiera europea
EUR	Código del "euro" en los mercados financieros internacionales
FIXBIS	Título de renta fija negociable en el mercado secundario emitido por el BIS
FED	Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos de Norteamérica (Banco Central de EEUU)
FMI	Fondo Monetario Internacional
LIBOR	London Interbank Offered Rate (Tasa interbancaria ofrecida en Londres)

p.b.	Puntos básicos
PIB	Producto Interno Bruto
POM	Portafolio optimo
RAL	ME Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos en moneda extranjera
RIN	Reservas Internacionales Netas
TIPS	Treasury Inflation Protected Securities, títulos de renta fija indexados a la inflación.
TBill	Letras del tesoro
UFV	Unidad de fomento a la vivienda
USD	Dólares estadounidenses (por sus siglas en inglés United States Dollar)
YPFB	Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos