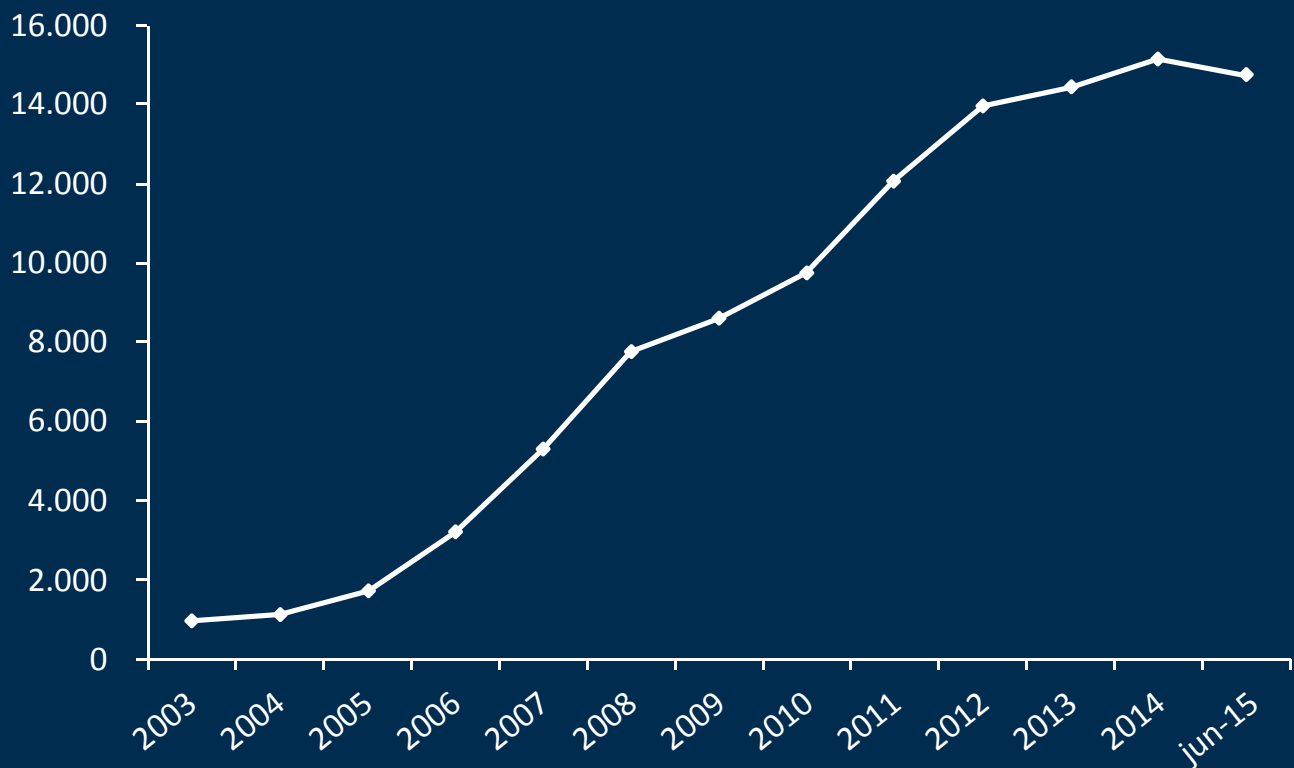


ADMINISTRACIÓN *de las* RESERVAS INTERNACIONALES

PRIMER SEMESTRE 2015



Banco Central de Bolivia

ADMINISTRACIÓN *de las*
RESERVAS
INTERNACIONALES

PRIMER SEMESTRE 2015

Banco Central de Bolivia
Gerencia de Operaciones Internacionales

Índice

1.	RESUMEN EJECUTIVO.....	4
2.	EVOLUCION DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DEL BCB.....	5
2.1.	Variación de las reservas internacionales netas	5
2.2.	Flujo de ingresos y egresos de las reservas internacionales	6
2.3.	Ratios de Cobertura de las Reservas Internacionales	7
3.	ESTRUCTURA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES	8
3.1.	Estructura por Portafolio.....	8
3.2.	Estructura por monedas y oro	9
4.	GESTION Y RESULTADOS DE LA INVERSION DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES	10
4.1	Entorno internacional	12
4.2	Tramo Precautorio, Tramo de Inversión y Oro: Estrategias, rendimiento obtenido y su comparación con benchmarks	18
4.2.1	Tramo Precautorio	18
4.2.1.1	Capital de Trabajo	18
4.2.1.2	Portafolio de Liquidez.....	20
4.2.2	Tramo de Inversión	22
4.2.2.1	Portafolio de mediano plazo 0 a 5 años.....	22
4.2.2.2	Portafolio de Mediano Plazo de administración interna 0 a 3 años	24
4.2.2.3	Portafolio de Mediano Plazo de administración externa 0-3 años.....	27
4.2.2.4	Portafolio TIPS	29
4.2.2.5	Portafolio Global	31
4.2.2.5.1	Inversión en Euros.....	31
4.2.2.5.2	Inversión de Dólares Australianos.....	33
4.2.2.5.3	Inversión en Dólares Canadienses.....	36
4.2.2.5.4	Inversión en Renminbis Chinos	37
4.2.3	Portafolio Oro.....	40
4.3	Resultados de la inversión de las Reservas Internacionales	42
5	GESTIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS	44
5.1.	Cumplimiento de normas y límites	44
5.2.	Riesgo crediticio	44

5.2.1	VaR crediticio.....	44
5.2.2	Composición por calificación de riesgo crediticio	45
5.2.3	Cambios en la calificación crediticia.....	46
5.2.4	Composición por sector	46
5.2.5	Composición por país	47
5.3.	Riesgo de mercado	48
6.	PERSPECTIVAS PARA EL SEGUNDO SEMESTRE DEL 2015.....	48
	GLOSARIO DE TÉRMINOS	50
	ABREVIACIONES.....	55

1. RESUMEN EJECUTIVO

- Al 30 de junio de 2015 las Reservas Internacionales Netas (RIN) del Banco Central de Bolivia (BCB) alcanzaron a USD 14.707.9 millones, nivel menor en 3% con relación al 31 de diciembre de 2014.
- El ratio de las Reservas Internacionales respecto al PIB estimado para la gestión 2015 alcanza a 43%, representando el nivel más alto comparado con países de la región.
- Las Reservas Internacionales están compuestas por las Reservas Monetarias (89,1%) y las Reservas de Oro (10,9%). Las Reservas Monetarias por su parte se dividen en dos tramos: i) Tramo Precautorio (57,1%) y ii) Tramo de Inversión (30,4%) y los Derechos Especiales de Giro por (1,6%) sobre el total de Reservas.
- Al 30 de junio de 2015, la participación del dólar de los Estados Unidos de Norteamérica (USD) fue de 70,7%, Oro con 10,9% y el Euro (EUR) 8,8%. Las demás monedas tuvieron participaciones menores: 4,0% en Renminbis Chinos (CNY/CNH), 2,0% en Dólares Australianos (AUD), 2,0% en Dólares Canadienses (CAD) y los Derechos Especiales de Giro (DEG) alcanzaron 1,6%.
- El retorno de las inversiones durante el segundo trimestre fue de 0,22% equivalente a USD 31,5 millones. Desde inicio de gestión los ingresos ascienden a USD 61,6 millones con una tasa de retorno de 0,43%.
- Durante el primer semestre del año se mantuvo la perspectiva de desaceleramiento de las economías emergentes, aunque con una recuperación de algunas economías desarrolladas como la de Estados Unidos, en la cual los indicadores de crecimiento se mantuvieron estables, pero sin alcanzar los requerimientos de la Reserva Federal (FED) para comenzar el proceso de subida de tasas de interés.
- La Zona Euro mostró una recuperación moderada en términos de crecimiento y alcanzó niveles positivos de inflación. En marzo de 2015, el Banco Central Europeo (BCE) inició su programa de compra de activos, una medida agresiva de política monetaria expansiva.
- La incertidumbre de los mercados financieros se concentró en la posible salida de Grecia del Grupo Euro, con dificultades en diferentes negociaciones para acceder a paquetes de ayuda financiera para cumplir con sus obligaciones.
- Durante el semestre, el precio del oro mostró una alta volatilidad por los acontecimientos en Grecia y por la reducción de la demanda como activo refugio dado el fortalecimiento del dólar estadounidense.

2. EVOLUCION DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DEL BCB

Al 30 de junio de 2015, las Reservas Internacionales Netas (RIN) del BCB alcanzaron a USD 14.707,9 millones, cifra menor en USD 414,9 millones con relación a diciembre 2014 y USD 100,9 millones menor con relación al mismo período de 2014 (Gráficos N° 1 y 2).

Gráfico N° 1
Evolución Trimestral de las
Reservas Internacionales Netas
Junio 2014- Junio 2015

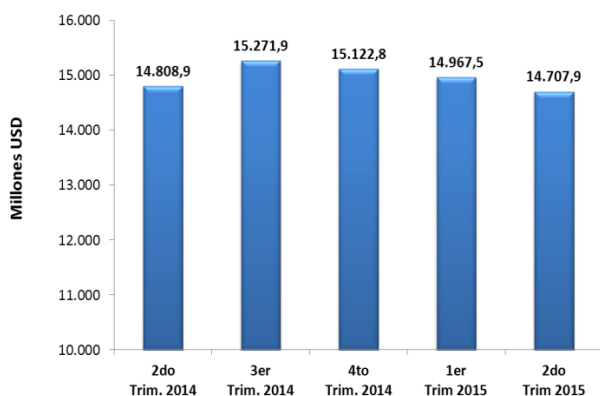
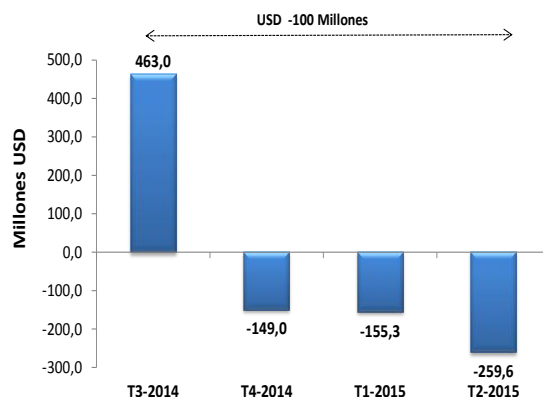


Gráfico N° 2
Variación Trimestral de las
Reservas Internacionales Netas
Septiembre 2014 - Junio 2015



La disminución del valor de las reservas a junio de 2015 se originó en:

- Una disminución de los ingresos por la exportación de gas de YPF como consecuencia de la caída en los precios del petróleo y gas en los mercados internacionales.
- Incremento del requerimiento de efectivo por parte del sistema financiero nacional.
- La disminución de la cotización de otras monedas que componen las reservas con respecto al Dólar estadounidense (USD).

2.1. Variación de las reservas internacionales netas

En la variación de las Reservas Internacionales Netas hubo disminución en bóveda por USD 718,3 millones y variaciones cambiarias negativas por USD 163 millones. De otra parte, los flujos de fondos fueron positivos en USD 404,4 millones y los ingresos obtenidos por la inversión de reservas internacionales alcanzaron a USD 62,0 millones (Cuadro N°1).

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

	30-jun-11	30-jun-12	30-jun-13	30-jun-14	30-jun-15
RIN Fin de Periodo	10.751,3	12.439,8	13.951,7	14.808,9	14.707,9
Variación RIN (*)	1.021,6	421,3	25,0	378,7	-414,9
1. Flujo de Fondos	896,6	750,9	1.073,6	1.119,8	404,4
2. Ingresos por Rendimientos BCB	34,9	56,9	31,3	72,6	62,0
3. Variación Cambiaria (Oro, EUR, CAD, AUD, CNY, DEG)	246,8	-56,1	-695,6	143,9	-163,0
4. Variación Bóveda	-156,7	-330,4	-384,3	-957,6	-718,3

(*) Variación con relación a diciembre de la gestión anterior.

2.2. Flujo de ingresos y egresos de las reservas internacionales

En el primer semestre de 2015 el flujo neto de ingresos de las Reservas Internacionales fue de USD 404,4 millones, como resultado de entradas por USD 2.271,4 millones y salidas de USD 1.867,0 millones.

Los principales rubros de entrada fueron los pagos por exportaciones de gas de YPF B por USD 1.601,5 millones, desembolsos de créditos externos por USD 404,2 millones, exportaciones de la Empresa Metalúrgica Vinto por USD 101,3 millones y convenio SUCRE por USD 27,8 millones.

En las salidas se destacan los pagos de YPF B por USD 610,8 millones, las transferencias netas del Sistema Financiero por USD 378,1 millones, los gastos fiscales por USD 258,9 millones, el incremento al Fondo RAL por USD 241,8 millones y el pago del servicio de deuda externa de mediano y largo plazo por USD 228,7 millones. (Cuadro N°2)

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

	2014			2015
	1er - Sem.	2do - Sem.	Total	1er - Sem.
Ingresos	2.783,8	3.787,1	6.570,9	2.271,4
Exportaciones de YPFB	2.315,8	2.760,1	5.075,9	1.601,5
Desembolsos de créditos externos	163,1	464,0	627,1	404,2
Exportaciones de Empresa Metalúrgica Vinto	137,4	141,3	278,7	101,3
Convenio SUCRE	17,3	27,3	44,6	27,8
Donaciones de Organismos Internacionales	26,0	33,7	59,7	18,9
Embajadas y Organismos Internacionales	5,4	44,3	49,7	5,9
Exportaciones del Sector Privado	28,6	2,5	31,1	0,7
Remesas de Ayuda Familiar	13,1	124,1	137,2	0,0
Otros	77,1	189,8	266,9	111,1
Egresos	1.664,0	2.295,9	3.959,9	1.867,0
Pagos de YPFB	854,3	1.615,3	2.469,6	610,8
Transferencias del Sistema Financiero (Neto)	80,0	-30,6	49,4	378,1
Gastos Fiscales	318,9	286,2	605,1	258,9
Transferencias del Fondo RAL M/E (Neto)	135,9	187,1	323,0	241,8
Servicio de Deuda Externa Pagos M y LP	189,4	172,9	362,3	228,7
Convenio ALADI (Neto)	0,8	-0,6	0,2	-2,7
Otros	84,7	65,6	150,3	151,4
Entrada Neta	1.119,8	1.491,2	2.611,0	404,4

2.3. Ratios de Cobertura de las Reservas Internacionales

Los ratios de cobertura referidos a depósitos totales, dinero en sentido amplio e importaciones continuarían en niveles similares a los de 2014.

Cuadro N° 3
Ratios de Cobertura de las RIN

Variable	2008	2011	2012	2013	2014 ⁽¹⁾	2015 ⁽³⁾
Reservas Internacionales Netas (Millones de USD)	7.722	12.019	13.927	14.430	15.123	14.708
Depósitos Totales del Sistema Financiero (Millones de USD) ⁽¹⁾	6.717	10.715	13.129	15.444	18.019	18.830
Dinero en Sentido Amplio (M'3) (Millones USD) ⁽¹⁾	8.986	14.477	17.400	20.213	23.364	23.713
Importaciones (CIF) (Millones USD) ⁽²⁾	5.081	7.927	8.578	9.338	10.518	12.391
RIN en porcentajes de:						
Producto Interno Bruto (PIB)	46	50	51	47	45	43
Depósitos totales	115	112	106	93	84	78
Importaciones	152	152	162	155	144	119
Dinero en sentido amplio (M'3)	86	83	80	71	65	62

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

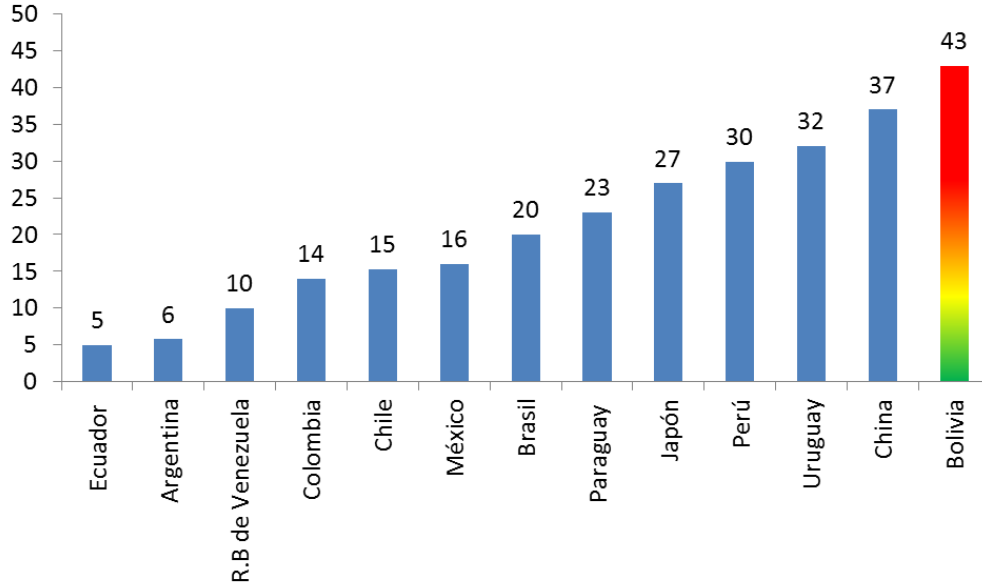
¹Datos Preliminares, datos de Depósitos y M'3 corresponden al 29 junio de 2015

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

³Datos estimados del PIB de APEC y de importaciones propias a diciembre 2015.

Considerando el nivel de reservas al cierre de junio 2015, el ratio estimado de RIN/PIB para la gestión alcanzaría a 43%, inferior al de gestiones previas debido a un menor crecimiento de las reservas, pero principalmente al incremento sostenido del PIB. Comparado con los países de la región este índice continua siendo el más alto (Gráfico N° 3).

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



Fuente: Bancos Centrales, Fondo Monetario Internacional (FMI)

*Datos a junio 2015 para Ecuador, Argentina, Venezuela, Colombia, México, Chile, Brasil y Bolivia; para los demás países se consideran proyecciones a 2015 tomando como base el World Economic Outlook del Fondo Monetario Internacional.

3. ESTRUCTURA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

3.1. Estructura por Portafolio¹

Al cierre de junio de 2015, (Cuadro N° 4), se observa una disminución del Tramo Precautorio de reservas con relación a diciembre de 2014, pasando de 63,5% a 57,1% del total de reservas.

Esta reducción se originó principalmente por la transferencia de recursos del Portafolio de Liquidez al Tramo de Inversión, para la constitución del Portafolio de Mediano Plazo Interno 0-3 años por un valor nominal de USD 500 millones y para el incremento del Portafolio de Mediano Plazo Interno 0-5 años por USD 440 millones.

¹ Estructura aprobada mediante Resolución de Directorio N°119/2014 del 16 de septiembre de 2014.

Cuadro N° 4
Estructura de las Reservas Internacionales²

Componente	Millones USD			Porcentaje		
	31-Dec-14	31-Mar-15	30-Jun-15	31-Dec-14	31-Mar-15	30-Jun-15
1. Tramo Precautorio (A+B)	9,582.4	9,101.4	8,376.8	63.5%	60.9%	57.1%
A) Capital de Trabajo (A1+A2)	517.7	351.8	471.1	3.4%	2.4%	3.2%
A1) Billetes y Monedas	256.6	256.7	287.0	1.7%	1.7%	2.0%
A2) Depósitos Vista	261.1	95.0	184.2	1.7%	0.6%	1.3%
B) Portafolio de Liquidez	9,064.7	8,749.6	7,905.7	60.1%	58.6%	53.9%
2. Tramo de Inversión (C+D+E+F+G)	3,638.4	3,990.3	4,458.9	24.1%	26.7%	30.4%
C) Portafolio Mediano Plazo Externo (0-3 Años) ^(*)	505.2	507.4	507.9	3.3%	3.4%	3.5%
D) Portafolio Mediano Plazo Interno (0-3 Años) ^(**)	0.0	300.2	500.9	0.0%	2.0%	3.4%
E) Portafolio Mediano Plazo (0-5 Años)	60.0	300.1	501.2	0.4%	2.0%	3.4%
F) Portafolio Global (F1+F2+F3+F4)	2,588.0	2,391.6	2,458.1	17.2%	16.0%	16.7%
F1) Dólares Canadienses (CAD)	311.4	285.5	290.4	2.1%	1.9%	2.0%
F2) Dólares Australianos (AUD)	303.7	285.5	289.1	2.0%	1.9%	2.0%
F3) Renminbi China (CNY/CNH)	574.2	576.8	586.3	3.8%	3.9%	4.0%
F4) Euros (EUR)	1,398.7	1,243.7	1,292.3	9.3%	8.3%	8.8%
G) Portafolio TIPS	485.2	491.1	490.9	3.2%	3.3%	3.3%
3. Derechos Especiales de Giro (DEG's)	241.5	229.9	234.4	1.6%	1.5%	1.6%
4. Reservas Monetarias Internacionales (1+2+3)	13,462.3	13,321.6	13,070.1	89.2%	89.2%	89.1%
5. Reservas de Oro	1,621.9	1,620.8	1,605.9	10.8%	10.8%	10.9%
6. Total Reservas Internacionales (4+5)	15,084.2	14,942.4	14,676.0	100.0%	100.0%	100.0%

(*) Anteriormente denominado Portafolio RAMP

(**) Nuevo Portafolio.

Dentro del Tramo de Inversión, el Portafolio Global estuvo afectado negativamente por los efectos de la crisis griega que incidieron sobre la cotización del Euro, siendo éste el componente que más afectó en la disminución de la valoración de este portafolio.

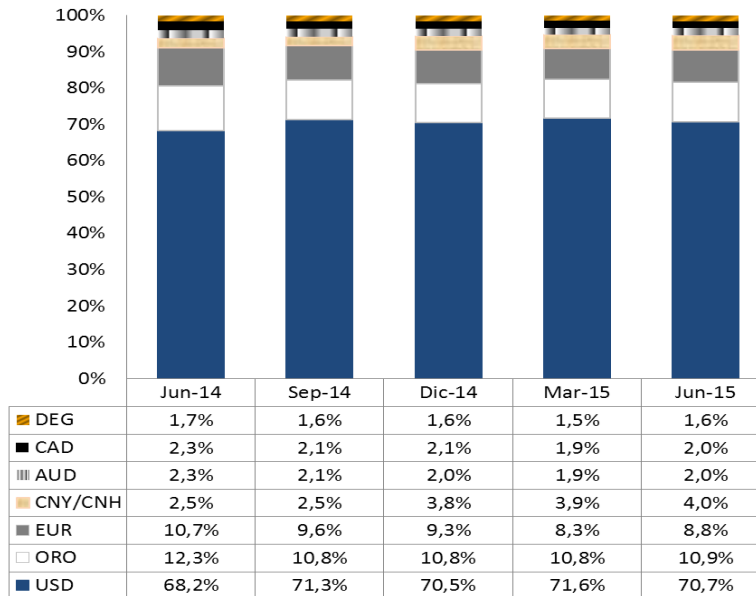
En cuanto a las reservas de oro, al cierre de junio 2015 su valor disminuyó levemente con relación a diciembre 2014, situándose en USD 1.606 millones.

3.2. Estructura por monedas y oro

Al 30 de junio de 2015, la participación del dólar estadounidense (USD) fue de 70,7%, seguido por el oro con 10,9% y el Euro (EUR) con 8,8%. Las demás monedas tuvieron participaciones menores: 4,0% en Renminbis Chinos (CNY/CNH), 2,0% en Dólares Australianos (AUD), 2,0% en Dólares Canadienses (CAD) y los Derechos Especiales de Giro (DEG) alcanzaron a 1,6% del total (Gráfico N° 4).

²La diferencia entre de USD 32 millones con las Reservas Internacionales Netas se debe a variaciones cambiarias y el tramo de Inversión del FMI.

Gráfico N° 4
Estructura por monedas de las Reservas Internacionales



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

Durante la primera mitad del año, la atención de los mercados financieros estuvo enfocada en el inicio del proceso de normalización de las tasas de interés por parte del FED y las dificultades en las negociaciones de Grecia con sus acreedores.

En EE.UU., a pesar de que los fundamentos de su economía mostraron mejoras en los indicadores de empleo y crecimiento económico, que incrementaron las expectativas sobre subidas en sus tasas de interés, el FED consideró que aún no se alcanzaron las metas esperadas e incluso redujo sus proyecciones en desempleo, inflación y crecimiento económico para el corto y mediano plazo.

En la Zona Euro, su economía mostró señales de recuperación lenta en un entorno de incertidumbre respecto a las negociaciones de Grecia con sus acreedores. Para fines de junio, Grecia entró en default técnico por unos días tras incumplir un pago de deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI), debido a la falta de acuerdo con este organismo multilateral y el resto del Grupo Euro para ampliar el programa de ayuda.

Recuadro: Grecia

Uno de los eventos más importantes durante el primer semestre de 2015 fue la dificultad de Grecia en las negociaciones con sus acreedores para acceder a paquetes de ayuda para cumplir con sus obligaciones financieras, problema que se fue acrecentando desde mediados de 2014, lo que generó incertidumbre en los diferentes mercados financieros internacionales por una posible salida de Grecia de la Zona Euro y el contagio al resto de las economías.

La cronología de los eventos más importantes de Grecia durante el primer semestre de 2015 fueron:

- El 25 de enero se llevaron a cabo las elecciones parlamentarias de Grecia. El partido de izquierda de Syriza, cuya campaña se basó en ir en contra de las medidas de austeridad, ganó las elecciones.
- En mayo, el Gobierno solicita a todas las entidades públicas depositar el dinero de sus cuentas en el Banco Central Griego, permitiendo al gobierno cumplir con las obligaciones de sus acreedores durante ese periodo.
- El 5 junio vence el plazo de un préstamo con el FMI por EUR 1.590 millones. El gobierno griego solicita que los pagos se realicen recién a fin de mes.
- Frente a la imposibilidad de llegar a un acuerdo con sus acreedores, a partir del 29 de junio el gobierno impone un control de capitales en su territorio, declarando feriado bancario y un control de efectivo disponible en cajeros electrónicos de EUR 60 por persona.
- El 30 de junio Grecia incumple el pago con el FMI y llama a un referéndum para el domingo 5 de julio para decidir si se aceptan o no las reformas propuestas por los acreedores.
- El 5 de julio se lleva a cabo el referendun y gana el “No” a la aceptación de la propuesta del Euro Grupo y el FMI con una votación de 61%.
- El 9 de julio el gobierno griego presenta una nueva propuesta de reformas para acceder a un nuevo paquete de ayuda.
- El 11 de julio, los ministros de finanzas de la Zona Euro decidieron dar a Grecia un plazo hasta el 15 de julio para que las reformas fueran aprobadas en el congreso griego

Entre las reformas más importantes que se pretenden aprobar se encuentran: la obtención de un superávit primario para el 2018; reformas al sistema de pensiones; reformas al sistema financiero; implementación de una reforma tributaria y la aprobación e implementación de medidas que aseguren una completa independencia del sistema y unidad de estadísticas de Grecia.

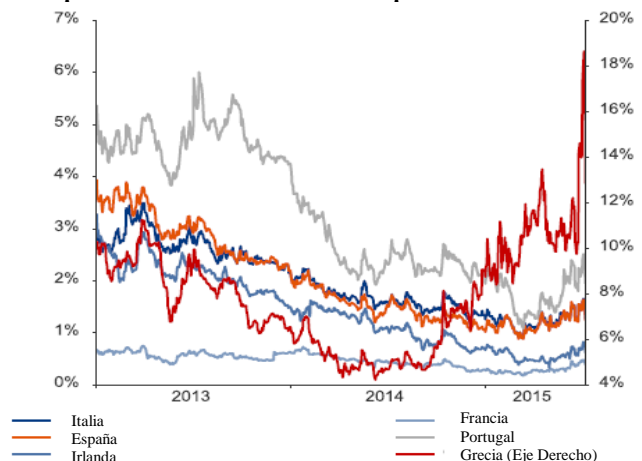
A pesar de los cambios bruscos de expectativas en la situación griega, el impacto en los mercados fue menor a los experimentados durante el 2011 y 2012, cuando el gobierno griego atravesó problemas similares: el tipo de cambio del Euro se encuentra en niveles similares a los de inicio de gestión, luego de una caída importante durante el 2014 y las primas de riesgo de los títulos soberanos griegos y de los países periféricos se incrementaron, aunque en menor medida que el 2011 y 2012.

Tipo de cambio USD/EUR



Fuente: Bloomberg

Spread Bonos Soberanos 10 años periferia Zona Euro



Fuente: Allianz Global Investors

Este impacto moderado se debió por un lado a que la economía griega en relación a la Zona Euro es pequeña(2% del PIB de la zona); por otro lado, el sistema financiero europeo y global están mejor preparados frente a eventuales situaciones extremas y tuvieron suficiente tiempo para incrementar sus provisiones; además, durante los últimos años la exposición a la deuda griega por parte de los inversionistas internacionales ha ido disminuyendo.

El mercado se encuentra optimista en la aprobación de un nuevo paquete de ayuda dado que la nueva propuesta se encuentra en línea con los requerimientos de los acreedores, lo que reduce la probabilidad de una salida de Grecia de la zona y así una reducción de la aversión al riesgo en los mercados.

En marzo 2015, el Banco Central Europeo (BCE) inició la implementación del programa de compra de activos, por un monto de EUR 60 mil millones mensuales que se espera continúe por lo menos hasta septiembre de 2016, garantizando la suficiente liquidez para su sistema financiero y poder así incentivar al crédito.

En el ámbito global, se mantienen las perspectivas de disminución en el crecimiento de China, considerando los bajos precios de las materias primas, a pesar de una estabilización parcial entre abril y junio. Considerando la desaceleración que atraviesa la economía China, el banco central de ese país recortó sus tasas de referencia en tres oportunidades durante el primer semestre de 2015, al mismo tiempo que redujo las tasas de encaje legal del sistema financiero, para dar mayor liquidez a la economía.

En este contexto, durante el primer trimestre el dólar estadounidense mantuvo su tendencia de apreciación por la expectativa de normalización de las tasas de interés. No obstante, esta tendencia se aminoró durante el segundo trimestre por presiones del euro con señales de recuperación económica y la estabilización parcial de los precios del petróleo y materias primas que generaron una revalorización del dólar canadiense y australiano. La moneda China se apreció levemente a pesar de las medidas monetarias expansivas implementadas para incentivar el crecimiento económico.

4.1 Entorno internacional

Con relación al crecimiento económico y en base a perspectivas del Fondo Monetario Internacional se espera que el PIB del mundo crezca 3,5% en 2015, ligeramente mayor al crecimiento de 3,4% del 2014, con un mayor aporte de las economías desarrolladas en relación al aporte de las economías emergentes.

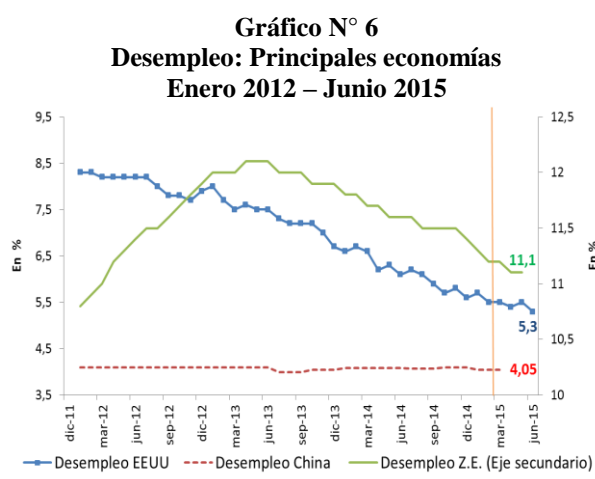
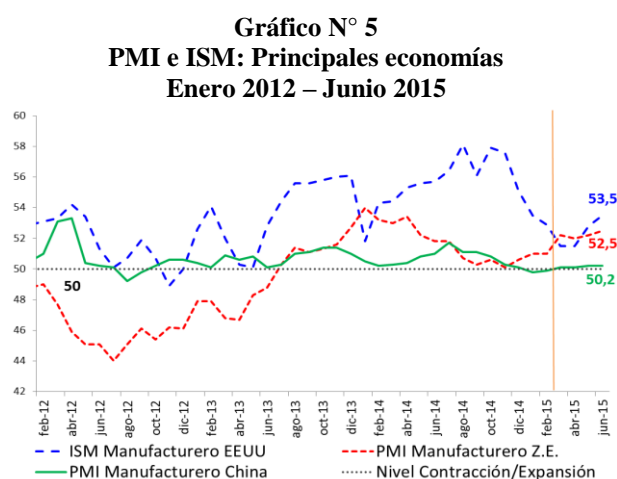
El crecimiento trimestral anualizado del PIB del primer trimestre de Estados Unidos fue 0,6% por los efectos negativos transitorios provenientes del invierno, mientras que el segundo trimestre el crecimiento fue 3,7%, mostrando cifras positivas una vez disipados los efectos adversos transitorios y con una recuperación del mercado laboral trasladada a los salarios.

A pesar de una mejor perspectiva para la economía de Estados Unidos, el FED en su reunión del 17 de junio decidió recortar las proyecciones de crecimiento para 2015 de 2,5%

a 1,9% y aumentar las proyecciones para la tasa de desempleo de 5,1% a 5,25%, argumentando que el entorno externo podría influir negativamente sobre el desempeño económico interno. Estas medidas frenaron parcialmente las expectativas de incremento de tasas para 2015.

Los índices de compra de gerentes de la industria manufacturera (PMI por sus iniciales en inglés) reflejaron una menor confianza en Estados Unidos y la Zona Euro en el primer trimestre, pero en el segundo trimestre los mismos repuntaron ante la mejora de los indicadores económicos. En China el indicador se situó ligeramente por encima del umbral de expansión debido a la implementación de políticas monetarias expansivas y la disminución del precio de las materias primas (Gráfico N° 5).

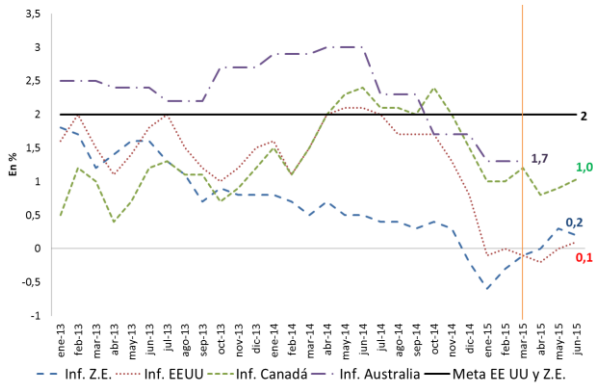
Por otro lado, la tasa de desempleo de Estados Unidos mantuvo su tendencia decreciente, impulsando transitoriamente la expectativa de subida de tasas de interés durante el 2015. En la Zona Euro, si bien la tasa de desempleo disminuyó, no generó expectativas estables de recuperación por las asimetrías entre sus diferentes economías. En China el indicador no presentó cambios significativos (Gráfico N° 6).



Nota: Datos de China a marzo de 2015.

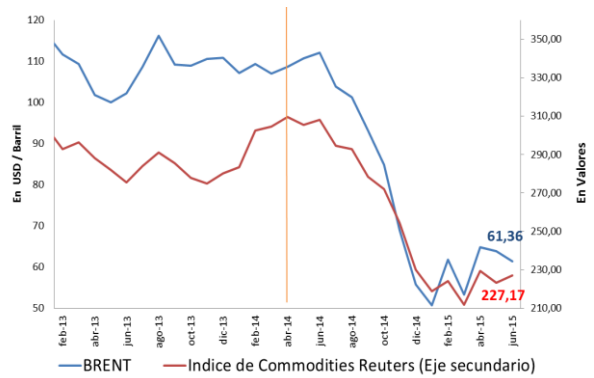
Con relación a la inflación, en Estados Unidos, Europa, Canadá y Australia la desaceleración del indicador se revirtió, pero sin alcanzar los niveles esperados por sus autoridades monetarias (Gráfico N° 7). Esta recuperación en el nivel de inflación fue consecuencia de la estabilización de los precios del petróleo y de los commodities, que si bien durante el primer trimestre experimentaron reducción de sus precios, durante el segundo trimestre mostraron una ligera recuperación (Gráfico N° 8).

Gráfico N° 7
Inflación
Enero 2013 – Junio 2015



Nota: Datos de Australia a marzo de 2015.

Gráfico N° 8
Índice de Materias Primas TH(*) y Precios del
Petróleo Brent
Enero 2013 – Junio 2015

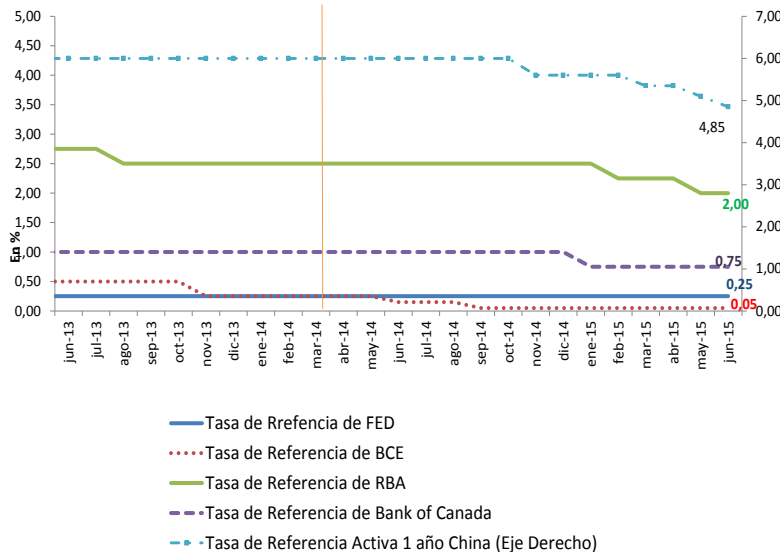


(*) TH se refiere al índice de materias primas Thomas Reuters.

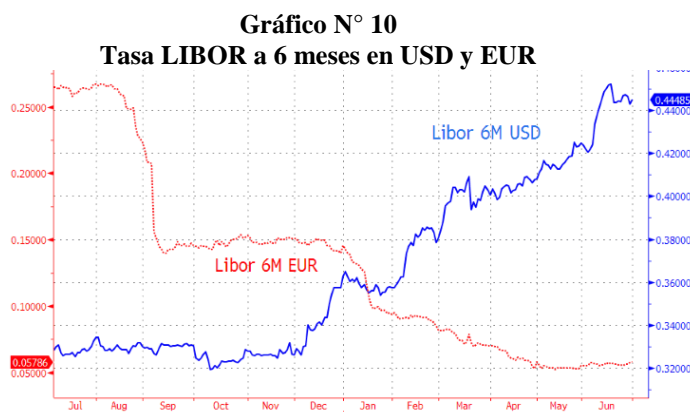
Durante la primera mitad de 2015, diferentes bancos centrales utilizaron distintas medidas monetarias expansivas para impulsar sus economías. Los bancos centrales de Canadá y de Australia recortaron sus tasas de interés en el primer trimestre de 1% a 0,75% y de 2,5% a 2,25% respectivamente. No obstante, durante el segundo trimestre no se aplicaron mayores recortes de tasas tras observarse mejores indicadores de producción en ambas economías.

En Estados Unidos y la Zona Euro no se modificaron las tasas de interés de referencia durante el primer semestre del año (Gráfico N° 9). En China, el Banco Central redujo las tasas de préstamos y depósitos en 75 p.b durante el primer semestre de 2015, dejando la primera tasa en 4,85% y la segunda en 2%. Adicionalmente, recortó el encaje legal del sistema financiero en 15 p.b situándola en 18,5% en al cierre de junio de 2015.

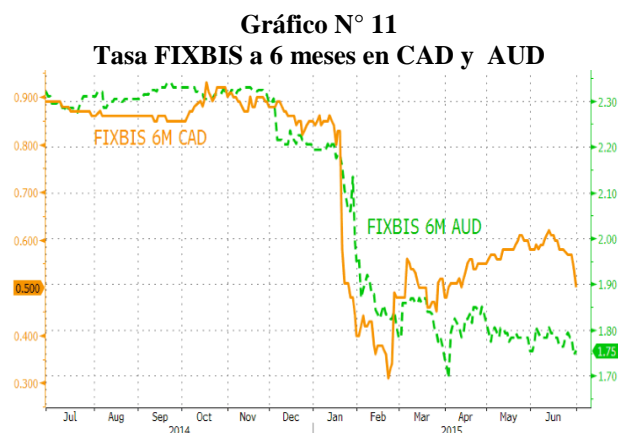
Gráfico N° 9
Tasa referencial de política monetaria
Junio 2013 – Junio 2015



En este escenario, la tasa LIBOR a 6 meses en USD subió ligeramente alcanzando 0,44%, tras las mayores expectativas de subidas de tasas en el año, mientras que en Euros se mantuvo cercana a cero, alcanzando 0,05% (Gráfico N° 10). Las tasas FIXBIS de dólares australianos y dólares canadienses mantuvieron una tendencia a la baja en línea con la política monetaria expansiva de sus bancos centrales (Gráfico N° 11).



Fuente: Bloomberg



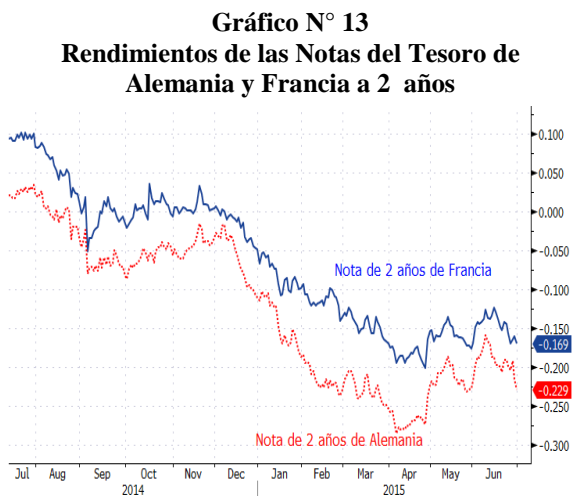
Fuente: Bloomberg

Las notas del tesoro de 2 y 10 años de EE.UU. disminuyeron a principios de año por los efectos del invierno y su impacto negativo en la economía. Sin embargo, a partir de abril la tendencia se revirtió por las mejores expectativas de crecimiento al finalizar el invierno (Gráfico N° 12).

Las tasas de rendimiento de las notas de Alemania y Francia mostraron una tendencia hacia la baja por las agresivas políticas monetarias y el incremento del riesgo de mercado con la situación de Grecia (Gráfico N° 13).



Fuente: Bloomberg



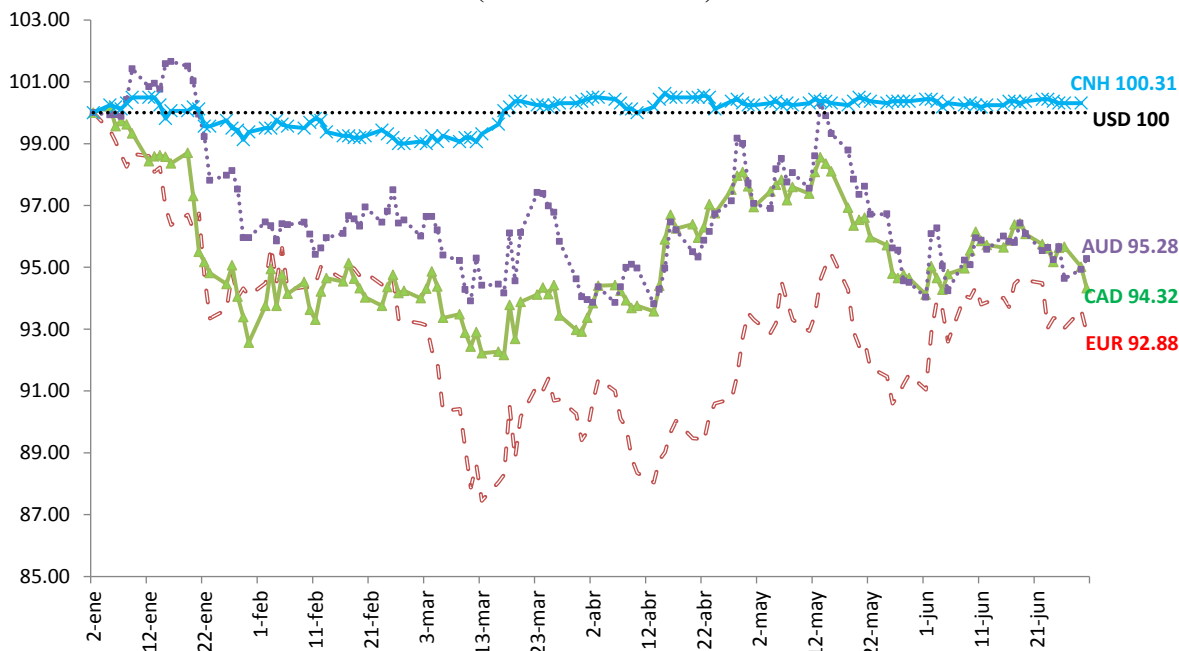
Respecto a los tipos de cambio, durante el primer semestre se observó un fortalecimiento del USD por la expectativa de normalización de las tasas de interés y los datos positivos de su economía.

Durante el inicio de la gestión el yuan se depreció ante la flexibilización monetaria implementada por el Banco Popular de China. Esta tendencia se revirtió levemente desde marzo por los mejores datos de crecimiento en comparación a lo esperado por el mercado, 7% el primer trimestre, alcanzado una leve apreciación de 0,3%.

En el caso del Euro, al inicio de gestión se depreció de manera importante por la incertidumbre en Grecia. Desde marzo la moneda tuvo una leve corrección por el inicio de la ejecución del programa de compra de activos del BCE y los mejores datos de crecimiento de la región. La depreciación del Euro durante el primer semestre fue de 7%.

El Dólar Australiano se depreció 5% y el dólar canadiense 6% desde inicios de la gestión, debido a la caída de los precios de las materias primas y las medidas expansivas implementadas por ambos países (Gráfico N° 14).

Gráfico N° 14
Variaciones cambiarias de las monedas
Enero – Junio 2015
(Índice normalizado)

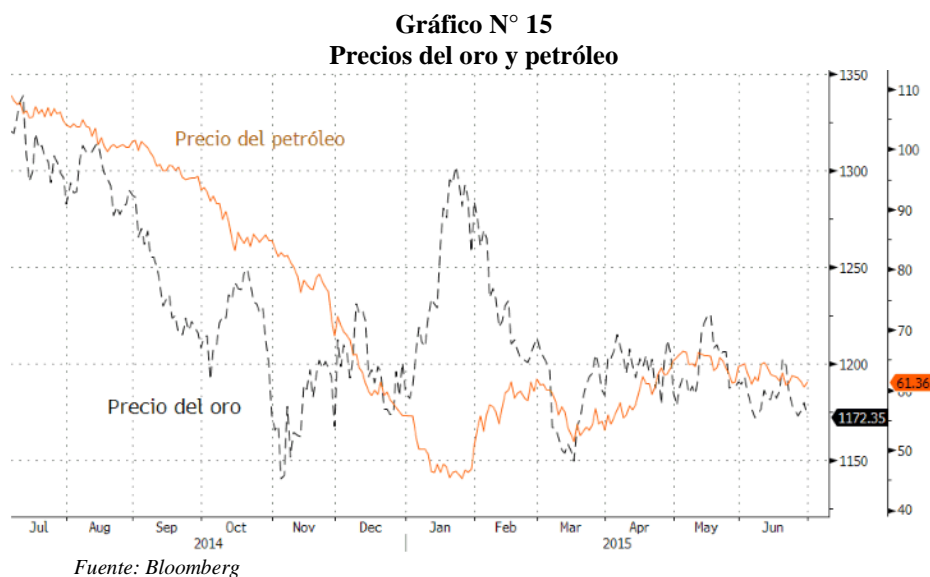


FUENTE: Bloomberg

Durante el semestre, el precio del oro se caracterizó por una alta volatilidad mostrando un comportamiento hacia la baja al finalizar el periodo, alcanzando 1.172,35 USD/OTF por la reducción de la demanda como activo refugio dado el fortalecimiento del dólar estadounidense, mayor optimismo en la recuperación de la Zona Euro y un repunte en la actividad económica de EE.UU.

En cuanto al precio del petróleo, a inicios del semestre tuvo una tendencia hacia la baja, por un exceso de oferta ocasionado por la mayor producción de Estados Unidos, menor

crecimiento global y un entorno de conflictos geopolíticos en el medio oriente. Sin embargo, este comportamiento se revirtió a partir de marzo hasta alcanzar USD 61,4³ por barril al finalizar junio, debido al incremento de la demanda de EE.UU, la reducción de sus inventarios de petróleo y la expectativa de una flexibilización en el exceso de oferta (Gráfico N° 15).



En referencia al riesgo crediticio, durante el primer semestre de la gestión 2015, el riesgo del sector bancario medido por los CDS promedio de bancos de EE.UU. y Europa se incrementó debido a la incertidumbre generada por la crisis de Grecia, alcanzando 73 p.b y 80 p.b respectivamente (Gráfico N° 16). En China, el desaceleramiento de su economía provocó un incremento del nivel de los CDS a final del semestre a 118 p.b. en promedio (Gráfico N° 17).

³ Precio correspondiente al barril de petróleo Brent.

Gráfico N° 16
CDS promedio de bancos de
EE.UU. y Europa

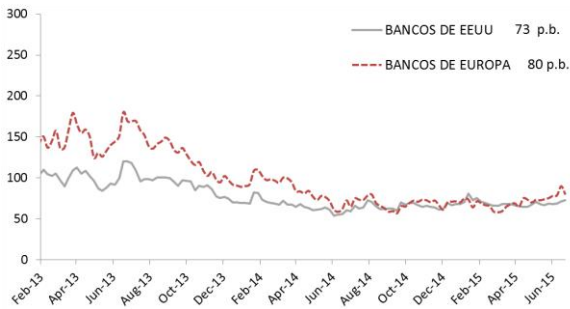
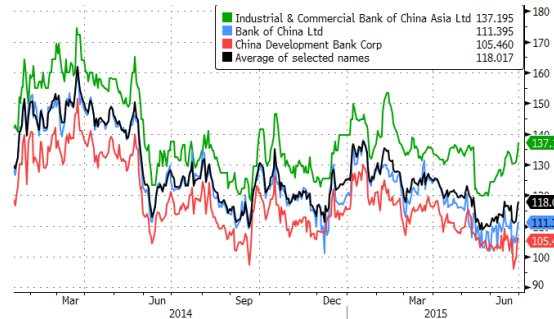


Gráfico N° 17
CDS promedio de bancos Chinos



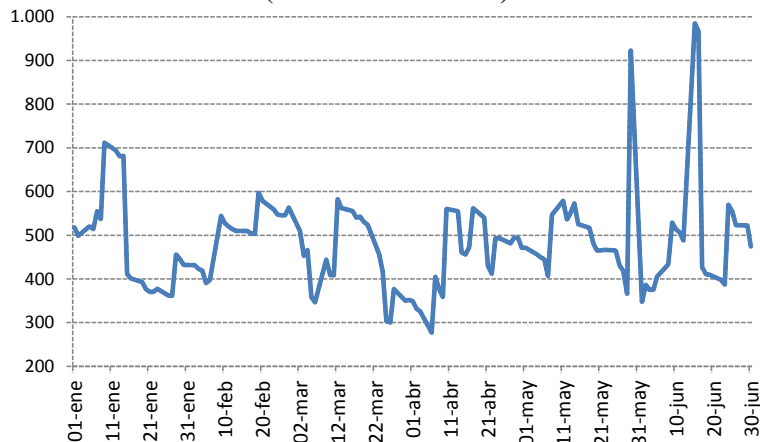
4.2 Tramo Precautorio, Tramo de Inversión y Oro: Estrategias, rendimiento obtenido y su comparación con benchmarks

4.2.1 Tramo Precautorio

4.2.1.1 Capital de Trabajo

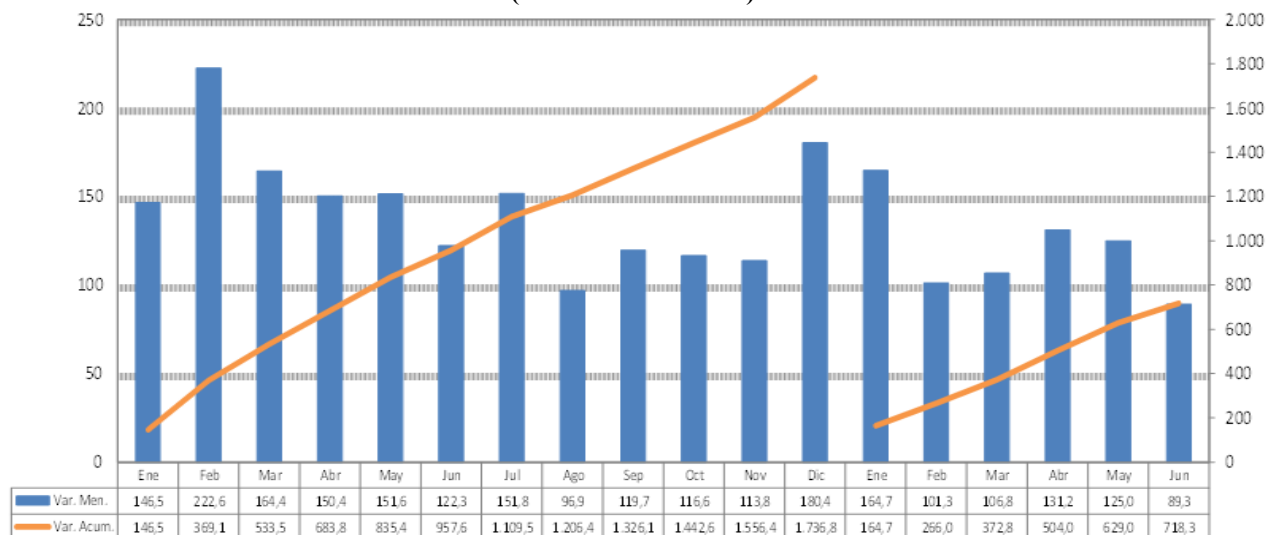
Durante el primer semestre de 2015, el saldo diario del Capital de Trabajo tuvo un promedio de USD 480 millones, con un mínimo de USD 277 millones y un máximo de USD 986 millones (Gráfico N° 18).

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



En el primer semestre de 2015, el retiro de USD en efectivo por parte del sistema financiero alcanzó a USD 718,3 millones. (Gráfico N° 19 y Cuadro N°5).

Gráfico N° 19
Salida de efectivo de bóveda enero 2014- junio 2015
(En millones de USD)



Cuadro N° 5
Movimiento neto de bóveda
2009-2015
(En millones de USD)

Movimiento Trimestral de Bóveda						
Periodo	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1er Trimestre	-128,1	-18,5	-14,4	-232,8	-533,5	-372,8
2do Trimestre	-162,1	-138,2	-316,0	-151,5	-424,2	-345,5
3er Trimestre	-133,8	96,1	-275,5	-85,8	-368,4	
4to Trimestre	-214,7	-5,8	-366,7	-148,6	-410,7	
Total	-638,8	-66,4	-972,5	-618,6	-1.736,8	-718,3

En el primer semestre de 2015 se realizaron ocho importaciones por un total de USD 793,6 millones y se realizaron dos exportaciones por USD 45,0 millones (Cuadro N° 6).

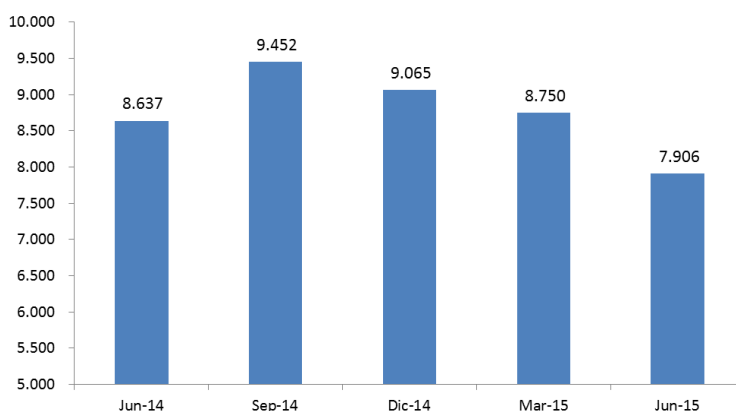
Cuadro N° 6
Importación y Exportación de remesas de billetes en USD
Gestión 2015
(En millones de USD)

Mes	Remesas		
	Importación	Exportación	Importación Neta
Enero	198,4	23,9	174,5
Febrero	99,2	0,0	99,2
Marzo	99,2	0,0	99,2
Total 1er Trim.	396,8	23,9	372,9
Abril	99,2	0,0	99,2
Mayo	198,4	21,1	177,3
Junio	99,2	0,0	99,2
Total 2do Trim.	396,8	21,1	375,7
Total 2015	793,6	45,0	748,6

4.2.1.2 Portafolio de Liquidez

Durante el primer semestre del 2015, el Portafolio de Liquidez disminuyó en USD 1.159 millones, debido principalmente a las transferencias a los portafolios mediano plazo 0-5 años y mediano plazo 0-3 años principalmente.

Gráfico N° 20
Evolución del valor de mercado del portafolio
(En millones de USD)



La estrategia de inversión principal fue el incremento de las inversiones en agencias cuya participación pasó de 34% a 40%, mientras que las inversiones en el sector bancario y supranacional se redujeron. La participación por sector al final del semestre fue 50% en el sector bancario, 40% en agencias y 10% en supranacionales (Gráfico 21).

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

Durante el primer semestre de 2015, el Portafolio de Liquidez mejoró su calidad crediticia. Por una parte se incrementó la participación de inversiones con calificación crediticia de AAA y se redujeron las inversiones en las calificaciones AA y A. Las participaciones de estas calificaciones al 30 de junio de 2015 son de 3%, 39% y 58% respectivamente (Gráfico 22).

Gráfico N° 21
Estructura por sector

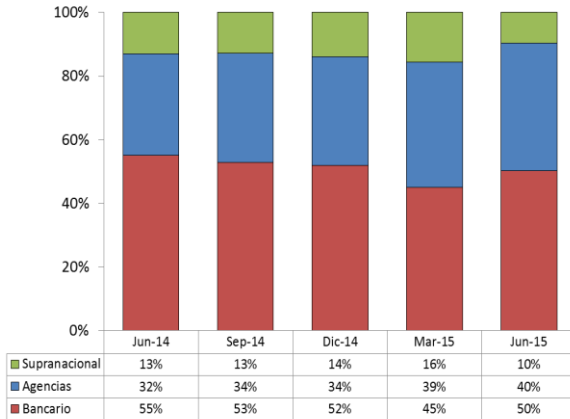
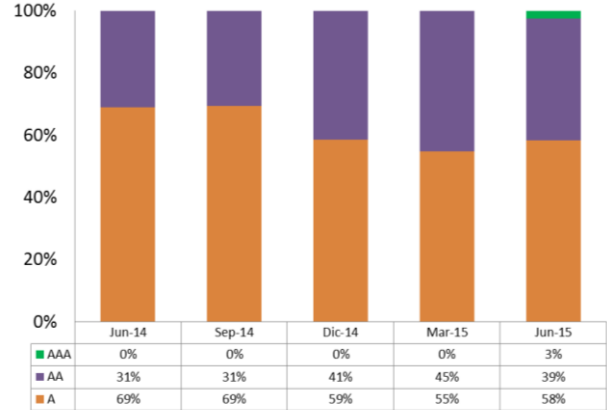
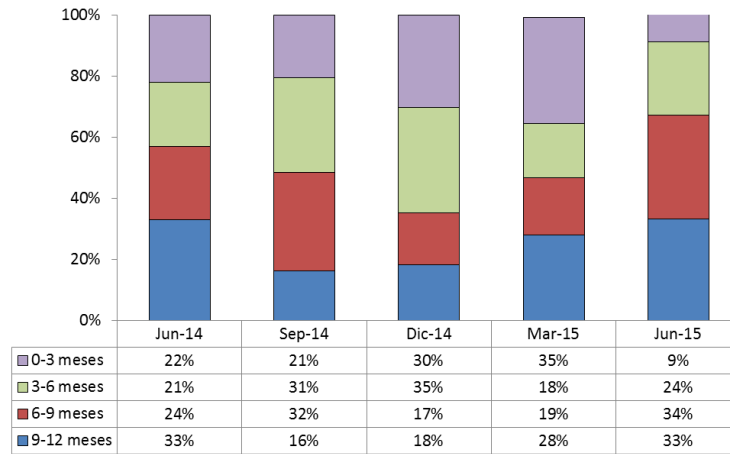


Gráfico N° 22
Estructura por calificación crediticia



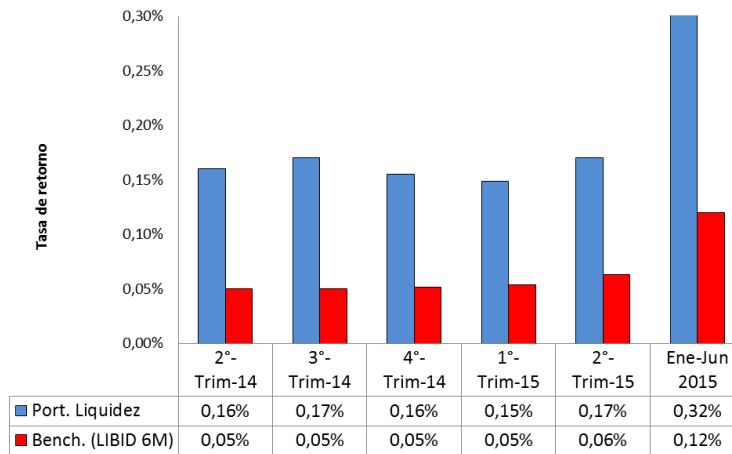
Respecto al plazo de inversión, durante el primer semestre se incrementó la exposición al tramo de 6-12 meses de 35% a 67%, buscando aprovechar el empinamiento de la curva. Asimismo, se disminuyó la exposición en el tramo de 0-6 meses de 65% a 33% por la renovación de los vencimientos a plazos más largos. (Gráfico N° 23).

Gráfico N° 23
Estructura por plazo



Las estrategias de inversión empleadas durante el primer semestre del 2015, permitieron generar un retorno acumulado de 0,32%, 20 p.b. por encima del comparador referencial (Gráfico N° 24).

Gráfico N° 24
Retorno trimestral del Portafolio de Liquidez



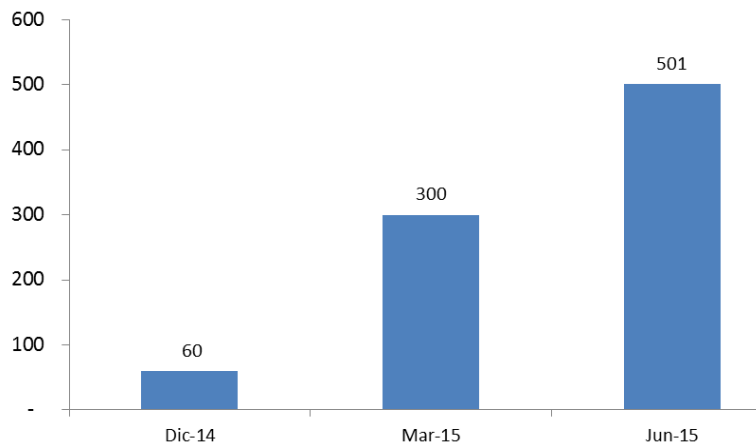
4.2.2 Tramo de Inversión

4.2.2.1 Portafolio de mediano plazo 0 a 5 años

En fecha 16 de septiembre 2014, mediante R.D. N° 119/2014, se aprobó la creación del portafolio 0-5 años a maduración, por un valor nominal de USD 500 millones. El objetivo de este portafolio es el de reducir la exposición bancaria de las reservas internacionales e incrementar el retorno potencial de las reservas a través de inversiones en agencias de gobierno a mayor plazo.

A fines de 2014 se realizaron las primeras inversiones por un monto de USD 60 millones. Durante el primer trimestre de 2015 se realizaron dos nuevas inversiones, la primera el 18 de febrero por USD 140 millones y la segunda el 12 de marzo por USD 100 millones. Durante el segundo trimestre se realizó la última inversión el 15 de junio, por un valor de USD 200 millones, completando así el monto nominal asignado de USD 500 millones y con un valor de mercado al 30 de junio de USD 501 millones (Gráfico N° 25).

Gráfico N° 25
Evolución del valor de mercado
(En millones de USD)



Al 30 de junio de 2015, el portafolio mantiene inversiones en cuatro países (Gráfico 26) y dos supranacionales. Los títulos que conforman el portafolio son de alta calidad crediticia, con 10% en emisores A, 60% en emisores AA y un 30% en emisores AAA (Gráfico N° 27).

Gráfico N° 26
Estructura por país

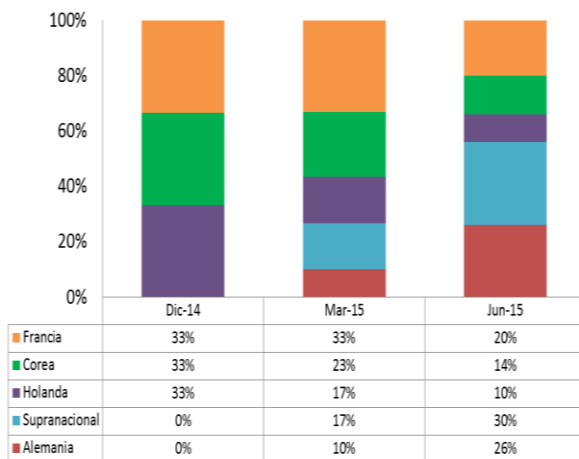
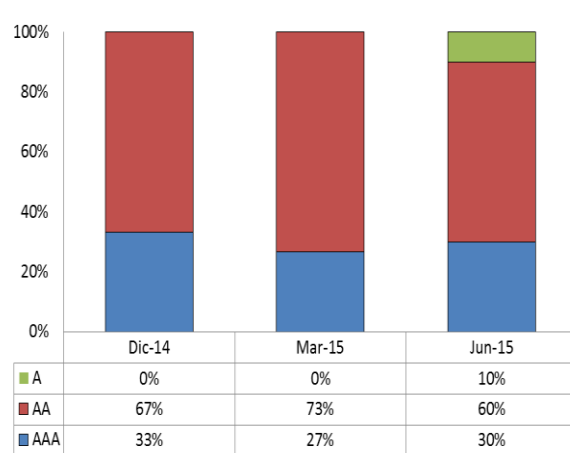
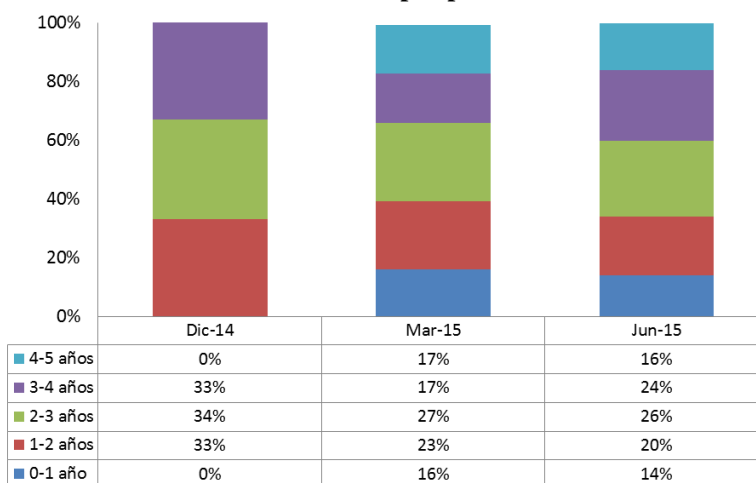


Gráfico N° 27
Estructura por calificación crediticia



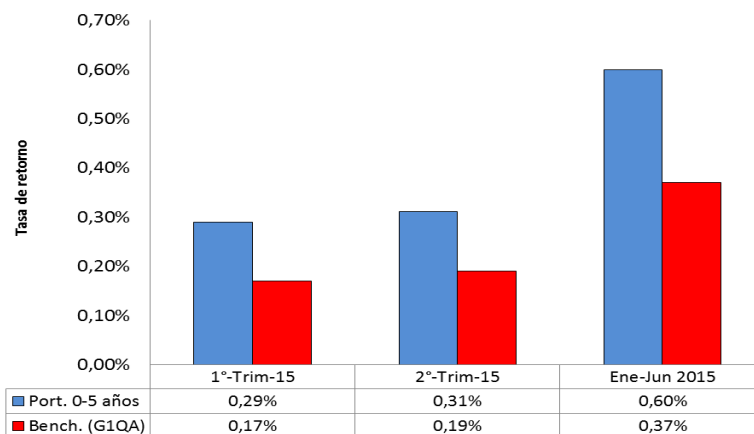
Respecto al plazo de inversión, el portafolio está invertido en un 34% en el tramo de 0-2 años; 50% en el tramo de 2-4 años y los restantes 16% en el tramo de 4-5 años. El portafolio mantiene una duración ligeramente superior a la del benchmark buscando aprovechar el empinamiento de la curva de agencias de gobierno. (Gráfico N° 28).

Gráfico N° 28
Estructura por plazo



Las estrategias implementadas durante el primer semestre del 2015, permitieron generar un retorno de 0,60%, 23 p.b. por encima del comparador referencial (Gráfico N° 29).

Gráfico N° 29
Retorno trimestral del Portafolio Mediano Plazo 0-5 años



4.2.2.2 Portafolio de Mediano Plazo de administración interna 0 a 3 años

En fecha 16 de septiembre 2014, mediante R.D. N° 119/2014 se aprobó la implementación de un portafolio de administración activa con una duración promedio de 1,4 años y un comparador referencial compuesto por notas del Tesoro de EE.UU. con vencimientos de 0 a 3 años. El objetivo de este portafolio es el de obtener un retorno cercano al del Portafolio Liquidez con un menor riesgo crediticio y una administración activa, utilizando futuros de tasas de interés.

Entre el 23 y 25 de marzo 2015 se iniciaron las inversiones por un valor nominal de USD 300 millones, con la compra de notas del Tesoro de EE.UU. y títulos emitidos por agencias

de gobierno de Europa y Japón. El 9 de junio 2015 se invirtieron USD 200 millones en notas del Tesoro de EE.UU. y en notas de agencias de gobiernos europeos de tasa flotante, alcanzando los USD 500 millones en este Portafolio. Asimismo, el valor de mercado del portafolio al 30 de junio de 2015 fue USD 500,9 millones.

Paralelamente, durante el primer semestre del año para la inversión en futuros de tasas de interés, se llevó al cabo el proceso de apertura de una cuenta con una contraparte autorizada por la bolsa de Chicago, efectuando la primera negociación de estos instrumentos el 23 de junio de 2015. La implementación de inversiones en contratos futuros permite al portafolio implementar estrategias de inversión con mayor eficiencia operativa e incrementar la cantidad de estrategias de inversión.

Las estrategias principales en el portafolio fueron la inversión en instrumentos de spread y por otro lado una duración ligeramente menor al benchmark, por expectativas de que el FED incrementaría su tasa referencial en este año. Se realizaron inversiones en agencias de gobierno europeas y japonesas con rendimientos mayores a las notas de Tesoro para aprovechar el diferencial entre estos títulos. Al finalizar el semestre, la exposición a agencias de gobierno fue de 37% con calificación crediticia AA y A. El 58% del portafolio está constituido por notas del Tesoro de EE.UU. que tienen una calificación crediticia de AAA.

Gráfico N° 30
Estructura por sector

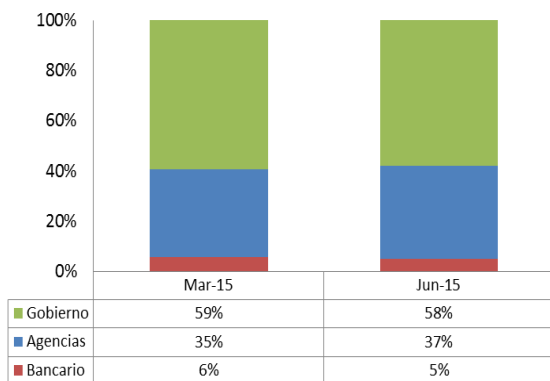
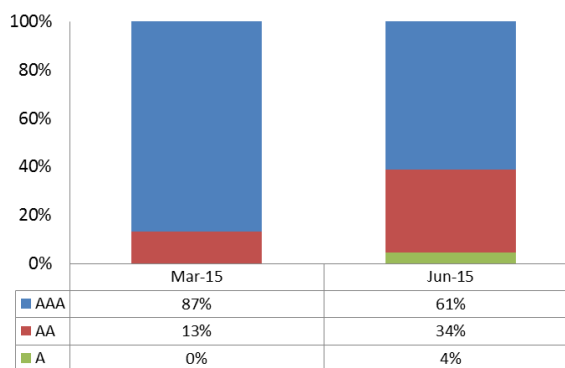
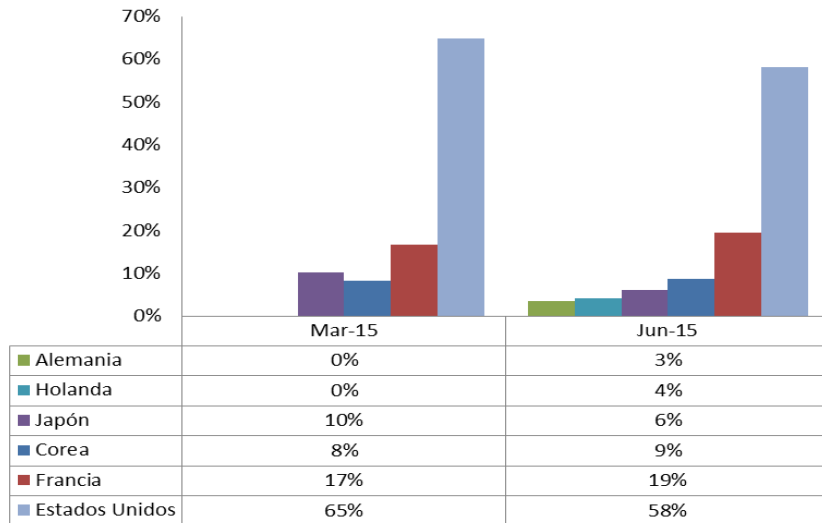


Gráfico N° 31
Estructura por calificación crediticia



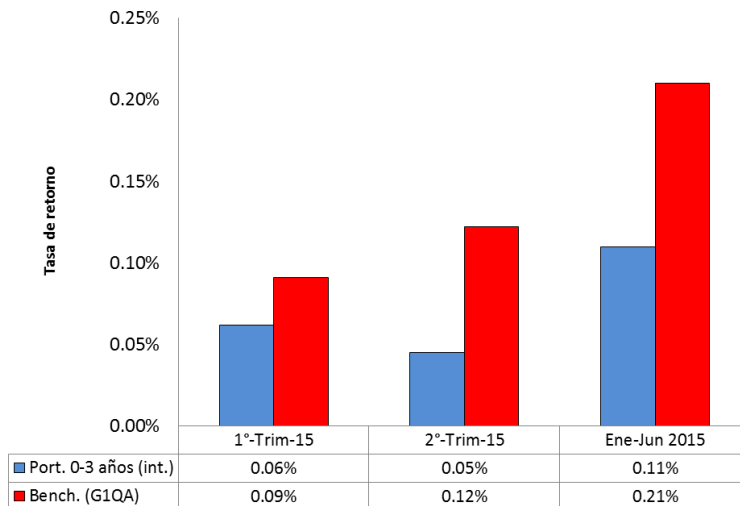
La estructura por país muestra que el portafolio se encuentra diversificado en seis países con la mayor participación en EE.UU., con el 58%, seguido de Francia con el 19%, Corea de Sur con 9% y Japón 6%. Al finalizar el semestre se realizaron inversiones en emisores de Alemania y Holanda.

Gráfico N° 32
Estructura por país



El rendimiento del portafolio desde su apertura hasta el 30 de junio fue de 11 p.b., 10 p.b. menor al alcanzado por su comparador referencial, debido a la elevada volatilidad que la incertidumbre generada en Grecia provocó en este mercado, afectando negativamente a los títulos de spread principalmente. Dado que este es un portafolio de mediano plazo, se esperan alcanzar retornos más estables en periodos de evaluación mayores.

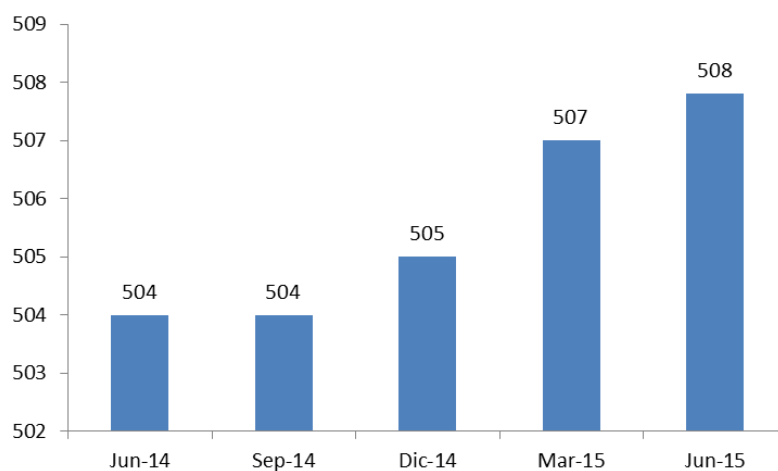
Gráfico N° 33
Retorno trimestral del Portafolio Mediano Plazo de administración interna 0-3 años



4.2.2.3 Portafolio de Mediano Plazo de administración externa 0-3 años⁴

El portafolio de administración externa 0-3 años, bajo la administración del Banco Mundial, tiene características similares al portafolio de administración interna, con una duración promedio de 1,4 años y un comparador referencial constituido por títulos del Tesoro de EE.UU. con vencimientos de 0 a 3 años. El valor del portafolio al finalizar el primer semestre fue de USD 508 millones, USD 1 millón mayor al trimestre anterior y USD 3 millones mayor con relación a diciembre 2014.

Gráfico N° 34
Valor de mercado del Portafolio Mediano Plazo Administración Externa 0-3 años
(En millones de USD)



Durante el semestre, el administrador delegado incrementó la exposición a agencias de gobierno de 23% a 27%, dado que la diferencia que ofrecen estos instrumentos se amplió durante este período (Gráfico N° 35).

La exposición a papeles AAA se redujo de 91% a 84%, por el incremento de exposición a agencias europeas de gobierno que ofrecieron mayores rendimientos a las notas del Tesoro de EE.UU., aunque con una menor calificación de crédito (Gráfico N° 36).

⁴ Anteriormente denominado RAMP

Gráfico N° 35
Estructura por sector

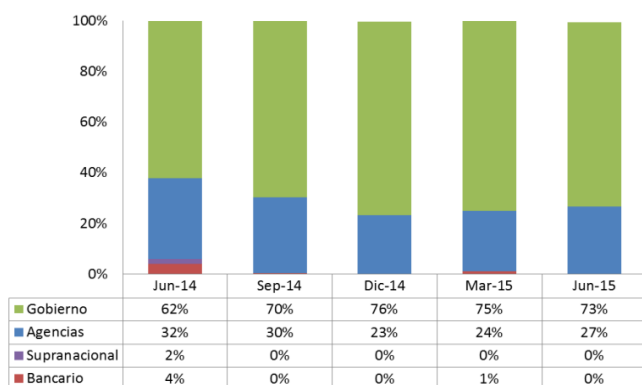
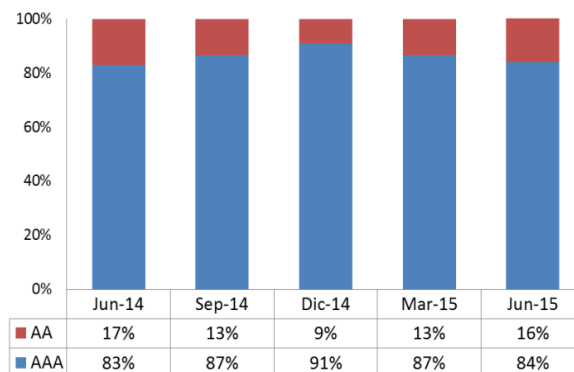
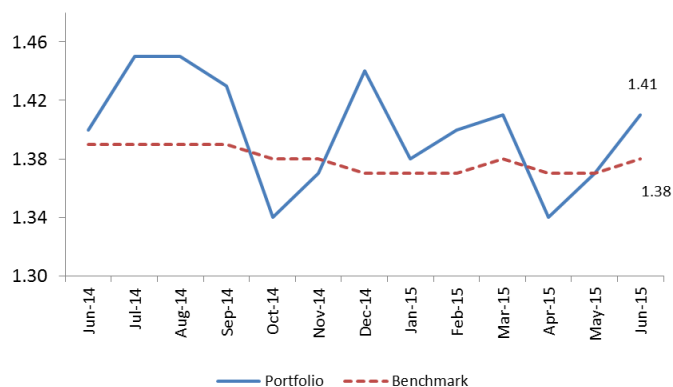


Gráfico N° 36
Estructura por calificación crediticia



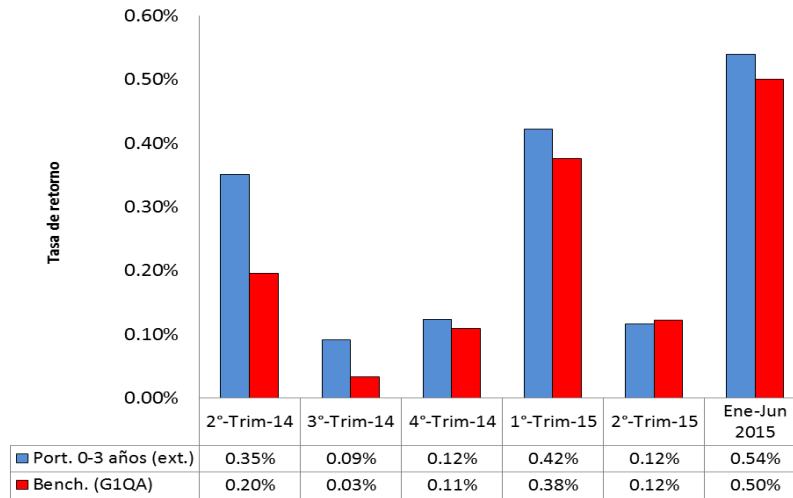
La estrategia de duración del portafolio fue la de mantener ligeras desviaciones tácticas respecto al benchmark en el semestre, habiendo incrementado la duración de portafolio a finales de junio siguiendo una expectativa de un mayor retraso en la normalización de tasas en EE.UU. (Gráfico N° 37).

Gráfico N° 37
Duración del Portafolio Mediano Plazo Administración Externa 0-3 años
(En años)



El retorno del portafolio al finalizar el primer semestre fue de 0,54%, 4 p.b. por encima del comparador referencial. Los 4 p.b de exceso de retorno fueron generados durante el primer trimestre del año, mientras que en el segundo trimestre el rendimiento del portafolio fue igual al del comparador referencial.

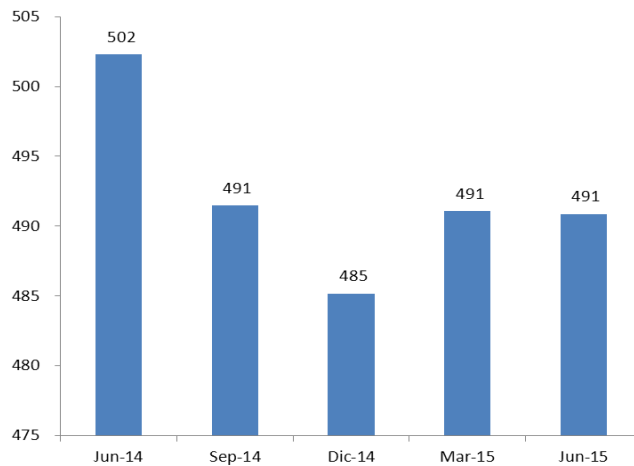
Gráfico N° 38
Retorno trimestral del Portafolio Mediano Plazo Administración Externa 0-3 años



4.2.2.4 Portafolio TIPS

En el primer semestre de 2015, el valor de mercado del Portafolio TIPS (Notas Indexadas a la Inflación), administrado por el Banco Internacional de Pagos (BIS por sus siglas en inglés) se incrementó en USD 6 millones con relación a diciembre 2014, finalizando el semestre con un valor de USD 491 millones. La reducción de los rendimientos nominales de las notas del Tesoro de EE.UU ante políticas expansivas de Europa, Japón, China y la incertidumbre sobre las negociaciones de Grecia afectaron de forma positiva la valoración del portafolio.

Gráfico N° 39
Valor de Mercado del Portafolio TIPS
(En millones de USD)

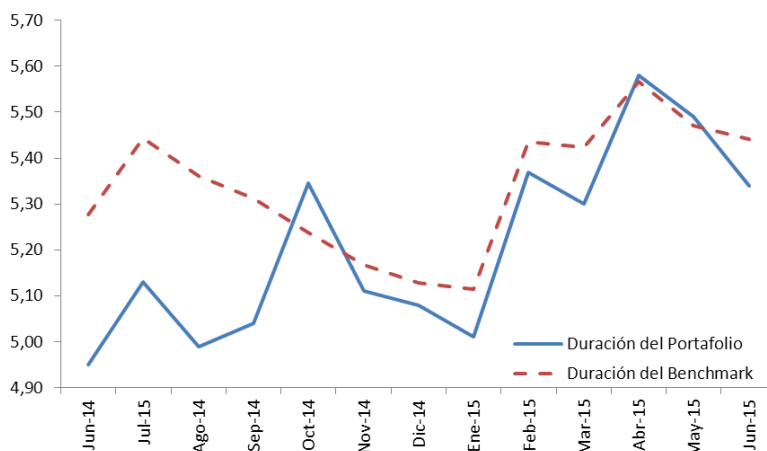


Asimismo, las tasas *Break Even Inflation* se incrementaron a lo largo del primer semestre 2015, reflejando un incremento en las expectativas inflacionarias del mercado dada la recuperación de su economía, lo que favorece al rendimiento del portafolio, aunque este incremento de expectativas se encuentra por debajo de las esperadas por el FED (Gráfico N°40).



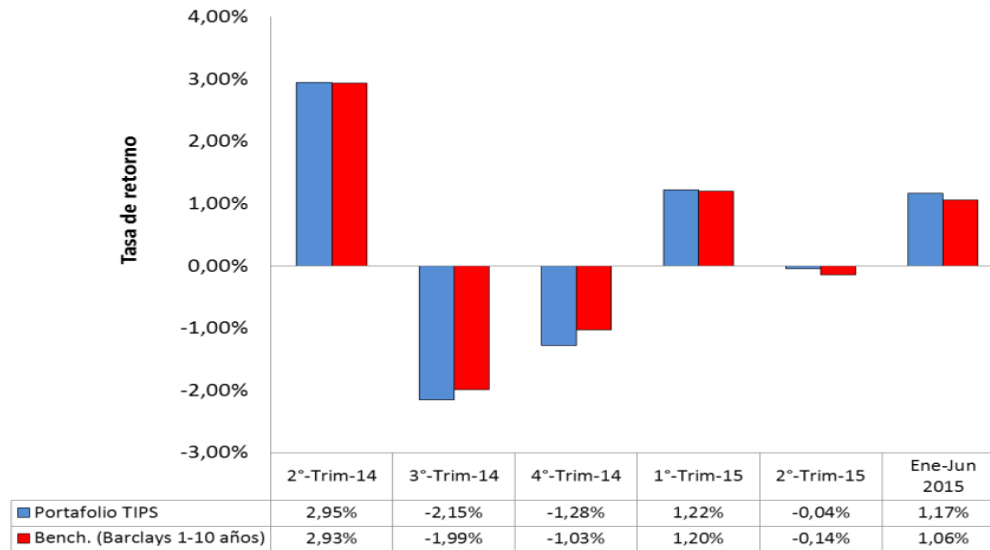
Frente a estas expectativas de inflación menor a la meta del FED del 2%, los administradores delegados del fondo, mantuvieron una duración promedio menor a la del comparador referencial. (Gráfico N°41).

Gráfico N° 41
Duración del portafolio TIPS y Índice Barclays 1-10 años
(En años)



Durante el primer semestre, el retorno del portafolio fue 1,17%, 11 p.b. por encima de su comparador referencial. (Gráfico N°42).

Gráfico N°42
Retorno trimestral del Portafolio de TIPS

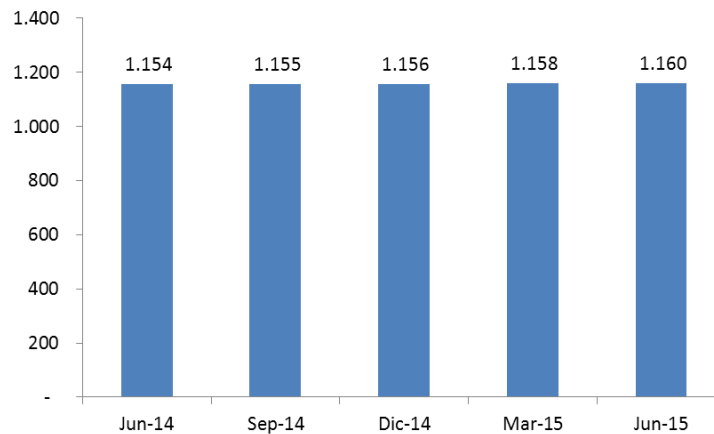


4.2.2.5 Portafolio Global

4.2.2.5.1 Inversión en Euros

El valor de mercado del Portafolio Euro se incrementó en EUR 4 millones con respecto a diciembre de 2014, alcanzando un total de EUR 1.160 millones al finalizar el primer semestre de 2015, como resultado de las ganancias generadas de las inversiones en el portafolio.

Gráfico N° 43
Valor de mercado del Portafolio Euro
(En millones de EUR)



Las inversiones se distribuyeron en los sectores supranacional, agencias y bancario, con una participación de 4%, 40% y 56% respectivamente (Gráfico N° 44). La exposición en el

sector bancario fue incrementada debido a la dificultad de encontrar tasas de interés positivas en otros sectores, por las agresivas políticas expansivas del BCE y la elevada aversión al riesgo en este mercado.

Respecto a la estructura por país, se mantuvo la exposición a China, Corea del Sur y Suiza con participación de 35%, 22% y 21%. Por otra parte, se redujo la exposición del portafolio a Francia y al sector supranacional por las bajas tasas en estos emisores. Por otro lado, se incrementó la exposición en Reino Unido y Dinamarca. (Gráfico N° 45).

Gráfico N° 44
Estructura del Portafolio por Sector

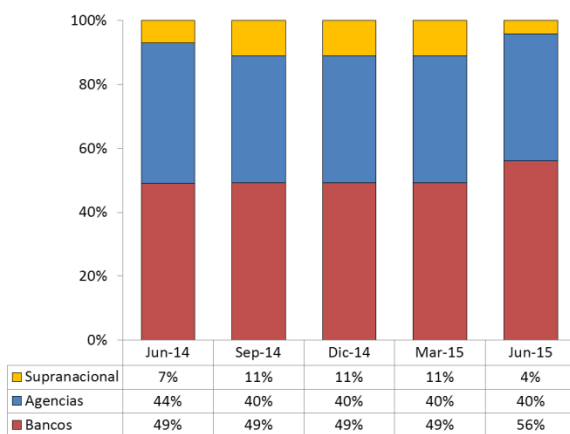
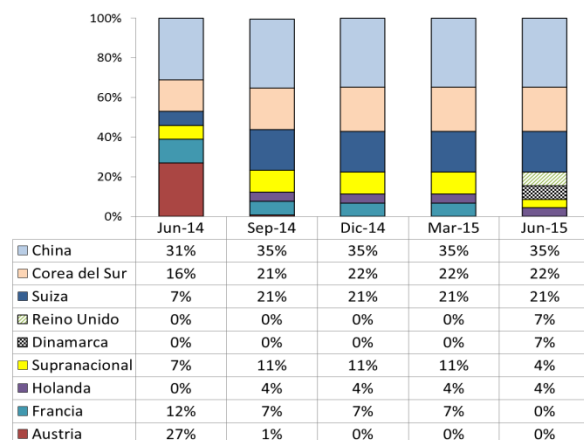
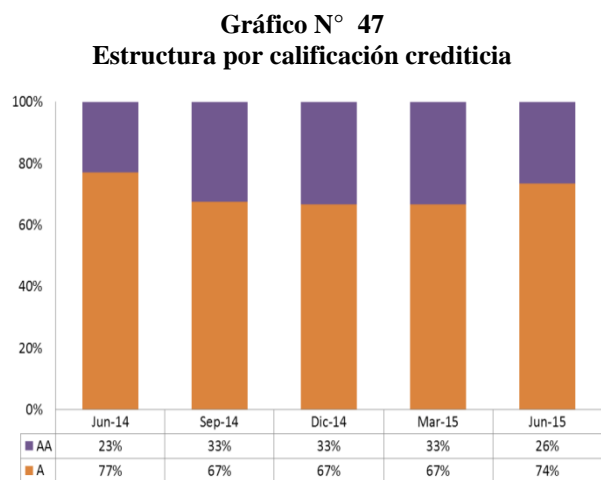
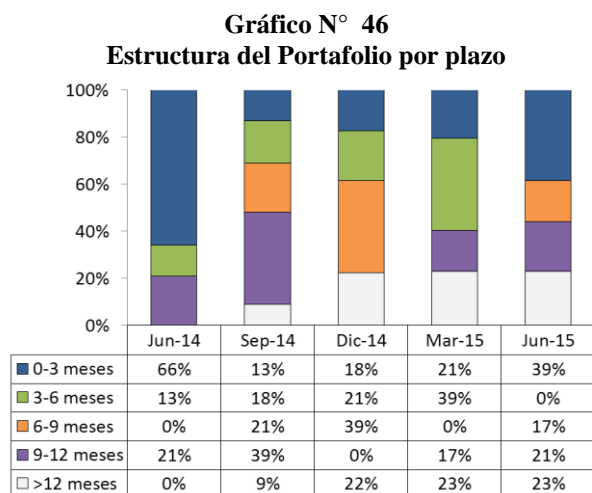


Gráfico N° 45
Estructura del Portafolio por País y Supranacional

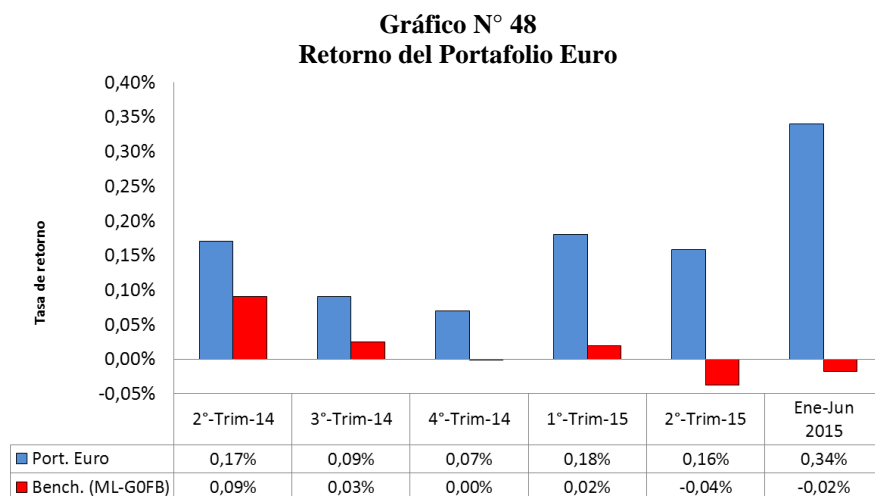


Respecto a la estrategia de duración, se mantuvo una estrategia de duración mayor al comparador referencial, mediante inversiones hasta 24 meses con el objetivo de alcanzar tasas de rendimiento positivas en los tramos más alejados de la curva de rendimiento. Sin embargo, la participación en los tramos cortos se ha incrementado de 18% a 39% en el semestre, por cercanía de vencimientos en el portafolio con pocas reinversiones (Gráfico N° 46).

La calidad crediticia del portafolio en el primer semestre fue de 74% y 26% en emisiones con una calificación crediticia A y AA respectivamente, una calidad crediticia ligeramente menor al semestre anterior (Gráfico N° 47).



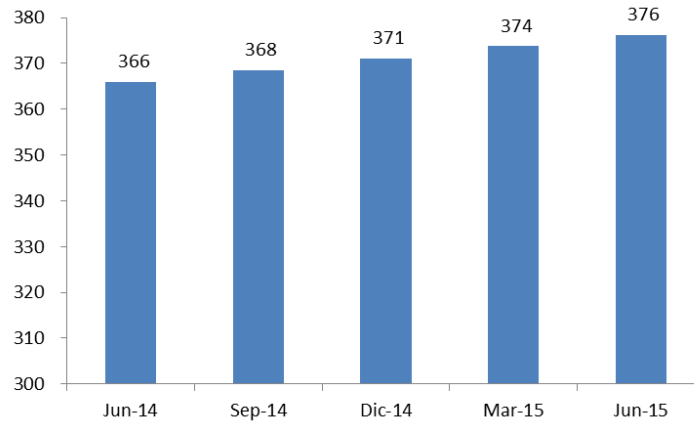
Las estrategias de inversión empleadas durante el primer semestre permitió obtener un retorno del portafolio de 0,34%, 36 p.b. por encima de su benchmark (Gráfico N° 48).



4.2.2.5.2 Inversión de Dólares Australianos

El valor de mercado del Portafolio Global - AUD al 30 de junio de 2015 fue de AUD 376 millones, un incremento de AUD 5 millones en el año, por las ganancias generadas de las inversiones en el portafolio. (Gráfico N°49).

Gráfico N° 49
Valor de Mercado Portafolio Global - AUD
(En millones de AUD)



El portafolio se encuentra compuesto por títulos de agencias del gobierno francés y del gobierno de Corea del Sur, con una exposición del 92% y 8%, respectivamente (Gráfico N° 50). El incremento de la exposición a emisores franceses se debe a las tasas atractivas ofrecidas por estos títulos en el periodo.

Respecto al plazo de inversiones, la exposición al tramo de 0-3 meses se incrementó de 0% a 24% por la proximidad de los vencimientos de las inversiones, mientras que la exposición al tramo de 9-12 meses se incrementó de 0% a 76% por las reinversiones a 12 meses (Gráfico N° 51).

Gráfico N° 50
Estructura por país y supranacional

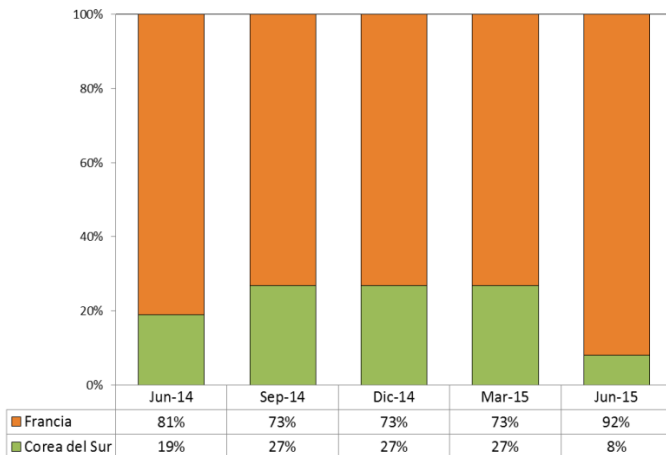
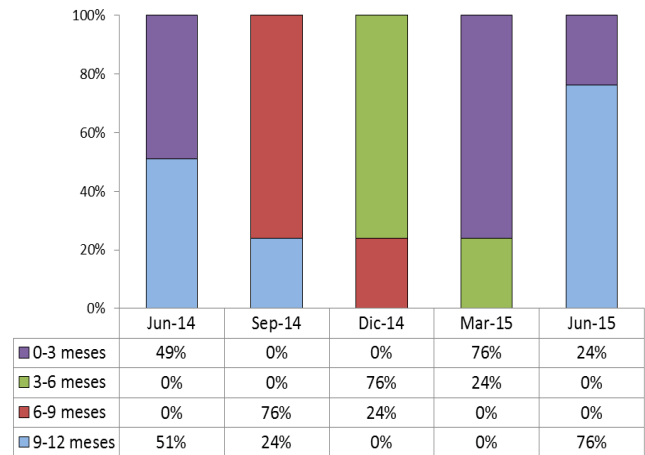
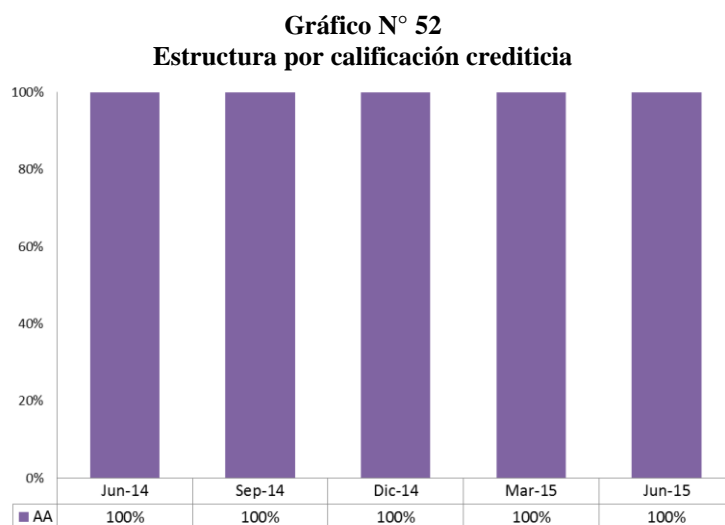


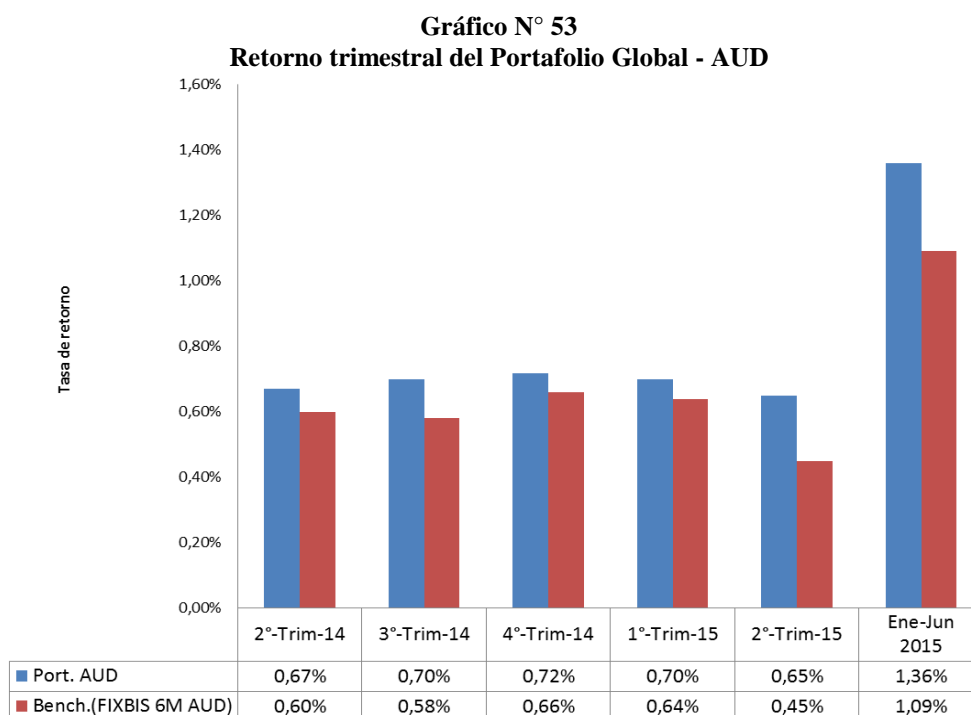
Gráfico N° 51
Estructura por plazo



La calidad crediticia de las inversiones en el portafolio se mantuvo sin cambios durante el semestre, con una exposición del 100% en emisiones AA (Gráfico N° 52).



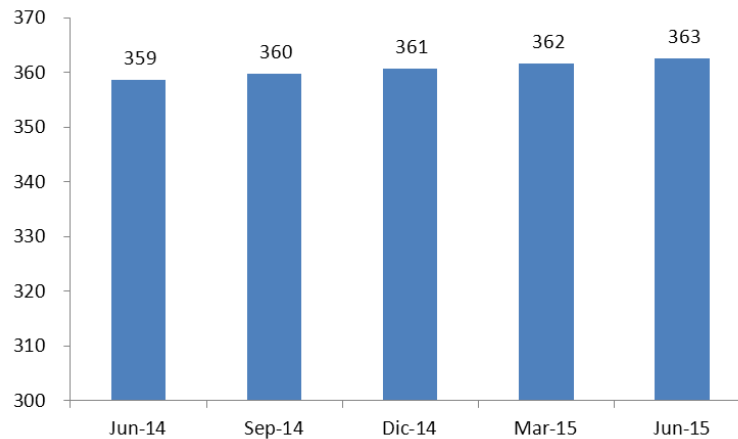
En el primer semestre de 2015 el portafolio rindió 1,36%, 27 p.b. por encima de su comparador referencial (Gráfico N° 53).



4.2.2.5.3 Inversión en Dólares Canadienses

Al finalizar el primer semestre de 2015, el valor del portafolio en dólares canadienses fue de CAD 363 millones, mayor en CAD 2 millones respecto a diciembre 2014 por los ingresos generados de las inversiones del portafolio.

Gráfico N° 54
Valor de Portafolio Global - CAD
(En millones de CAD)



La estrategia de inversión durante el primer semestre fue de incrementar las inversiones en el sector de agencias de 71% a 86% y reducir las del sector supranacional de 29% a 14%, aprovechando las mejores tasas de las agencias en el periodo (Gráfico N° 55). Respecto a la estructura por país, se redujo la exposición a Francia y Supranacionales, finalizando en 43% y 14% respectivamente, habiendo incrementado la exposición a Corea y Holanda a 28% y 15% respectivamente (Gráfico N° 56).

Gráfico N° 55
Estructura del Portafolio por Sector

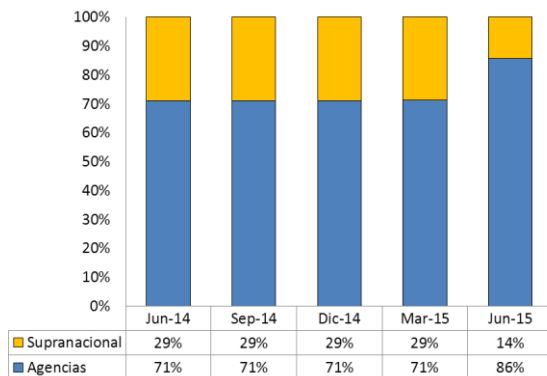
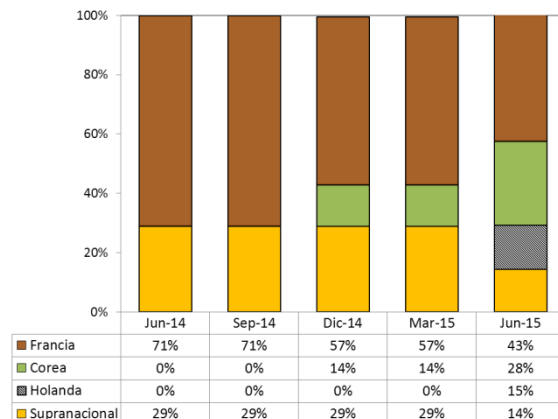


Gráfico N° 56
Estructura del Portafolio por País y Supranacional



Por otro lado, la mayor concentración de las inversiones se encuentra en el tramo de 9-12 meses con un 85% y en el tramo de 3-6 meses con un 15%, debido a la proximidad de los vencimientos y posterior reinversión en el sector más largo de la curva del mercado monetario. (Gráfico N° 57).

La composición del portafolio al finalizar el semestre fue de 86% en emisores con calificación AA y 14% en emisores con calificación AAA, reflejando la elevada calidad crediticia de las inversiones en este portafolio. (Gráfico N° 58).

Gráfico N° 57
Estructura del Portafolio por plazo

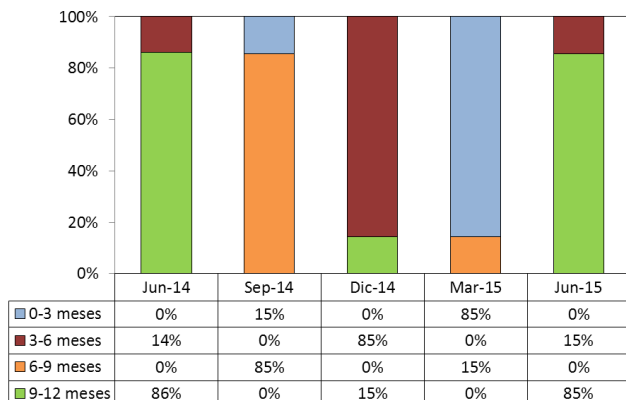
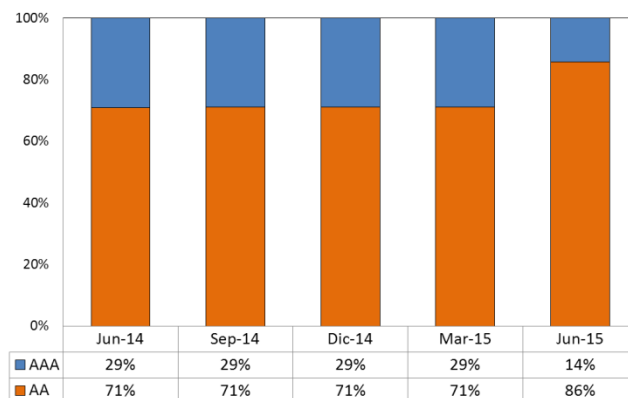
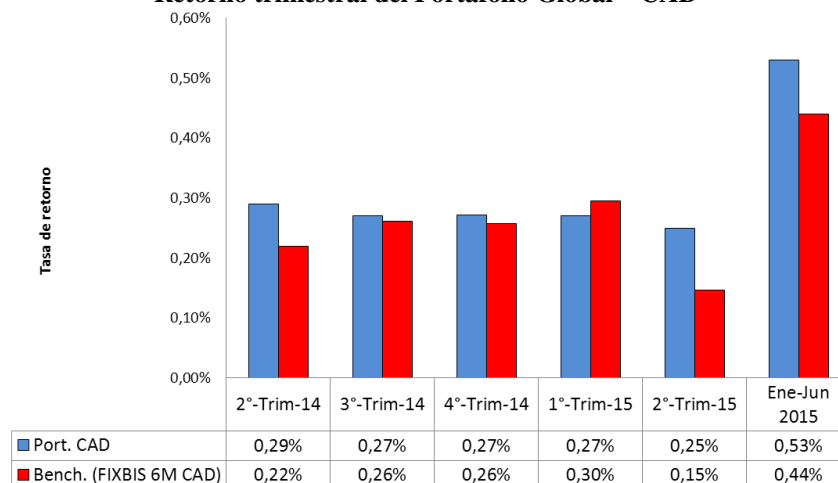


Gráfico N° 58
Estructura por calificación crediticia



La estrategia de inversión empleada durante el primer semestre permitió obtener un retorno del portafolio de 0,53%, 9 p.b. por encima de su benchmark (Gráfico N° 59).

Gráfico N° 59
Retorno trimestral del Portafolio Global – CAD



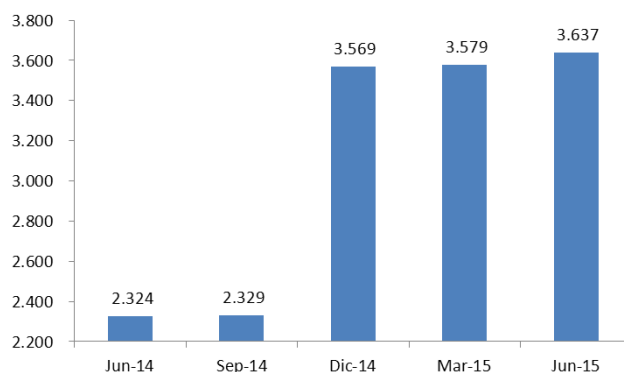
4.2.2.5.4 Inversión en Renminbis Chinos

Con el objetivo de aprovechar las oportunidades de inversión en el mercado Onshore y reducir el nivel de riesgo crediticio del portafolio, durante el primer semestre del año se redujo la participación de las inversiones en el mercado Offshore incrementando la

participación en el fondo de BISIP⁵ Series CNY por el equivalente de USD 100 millones⁶, cuyas inversiones se realizan en emisiones del gobierno chino.

De esta manera, al final del primer semestre de 2015 el valor del portafolio alcanzó CNH/CNY 3.637 millones, CNH/CNY 68 millones mayor que el valor del portafolio a diciembre 2014, como consecuencia de los ingresos de intereses derivado de las inversiones. (Gráfico N° 60).

Gráfico N° 60
Valor de mercado del Portafolio Global – CNH/CNY
(En millones de CNH/CNY)



La estructura por plazo del portafolio se incrementó de 37% a 46% con relación a diciembre de 2014 en el tramo con inversiones mayores a 12 meses por el incremento de las inversiones en CNY que tienen una duración objetivo de 3 años. La exposición al tramo de 0-3 meses se redujo de 33% a 18% para cubrir las inversiones de mayor plazo (Gráfico N° 61). Por otro lado, la calidad crediticia del portafolio fue de 72% en emisores A, 18% en emisores AA y 10% en emisores AAA. (Gráfico N° 62)

⁵ El Fondo BISIP Serie CNY es un fondo de inversiones compuesto de títulos Soberanos de China en CNY administrado por el BIS, el cual fue creado para apoyar a los bancos centrales en su esfuerzo para diversificar sus reservas internacionales en el sector soberano de mercados emergentes en moneda local.

⁶ El incremento se realizó con fecha valor 15 de abril por USD 80 millones al tipo de cambio 6,213543 CNY/USD para la compra de CNY 497 millones, incrementando la participación en el fondo con fecha valor 20 de abril. Para el monto restante, con fecha valor 28 de abril se vendieron USD 20 millones al tipo de cambio de 6,19502 CNY/USD y posterior compra de CNY 123,9 millones, incrementando la participación en el fondo con fecha valor 29 de abril.

Gráfico N° 61
Estructura por plazo

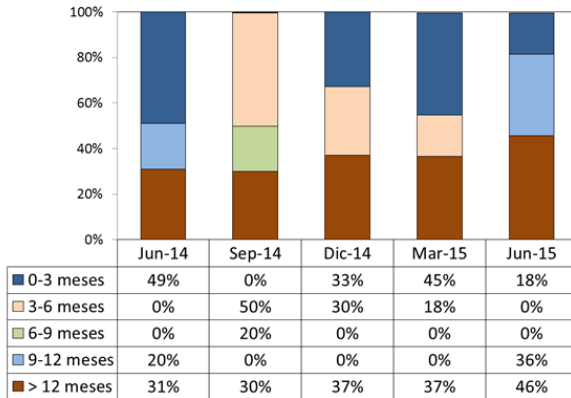
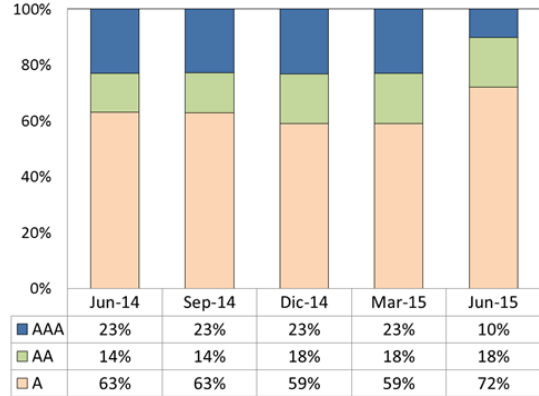


Gráfico N° 62
Estructura por calificación crediticia



Respecto a la estrategia de spreads, durante el primer semestre se continuaron con las inversiones en el sector bancario aunque a menores plazos, limitando así el riesgo de crédito. (Gráfico N° 63).

Respecto a la estructura por país, se redujo la exposición a Hong Kong y Alemania y se incrementó la exposición a China. (Gráfico N° 64).

Gráfico N° 63
Estructura del Portafolio por Sector

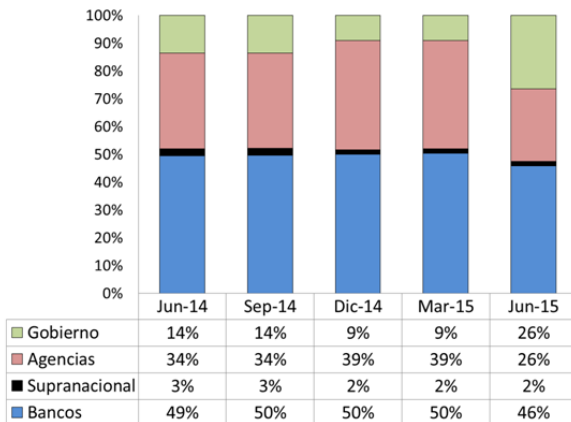
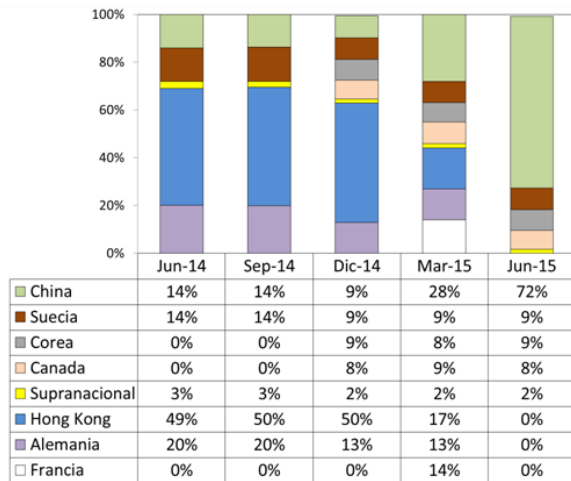
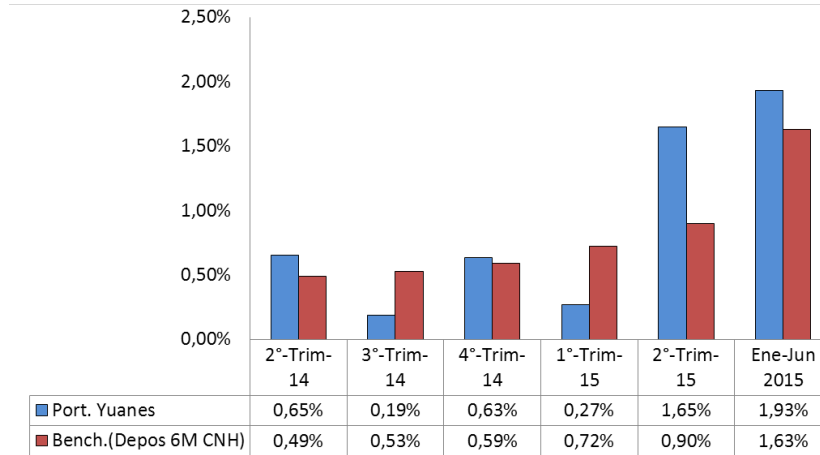


Gráfico N° 64
Estructura del Portafolio por País y Supranacional



El retorno del portafolio durante el primer semestre fue de 1,93%, 30 p.b por encima del comparador referencial.

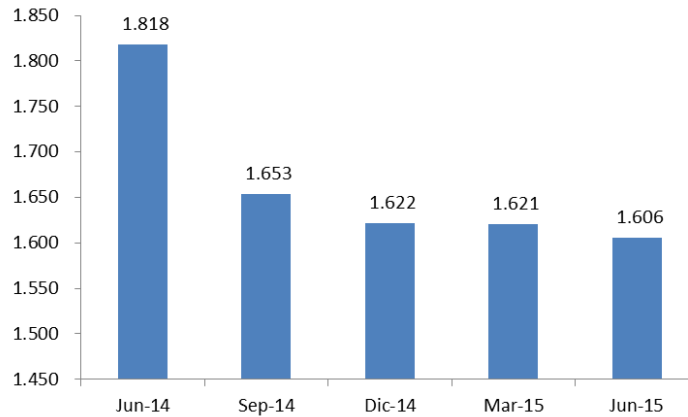
Gráfico N° 65
Retorno trimestral del Portafolio Global – CNH



4.2.3 Portafolio Oro

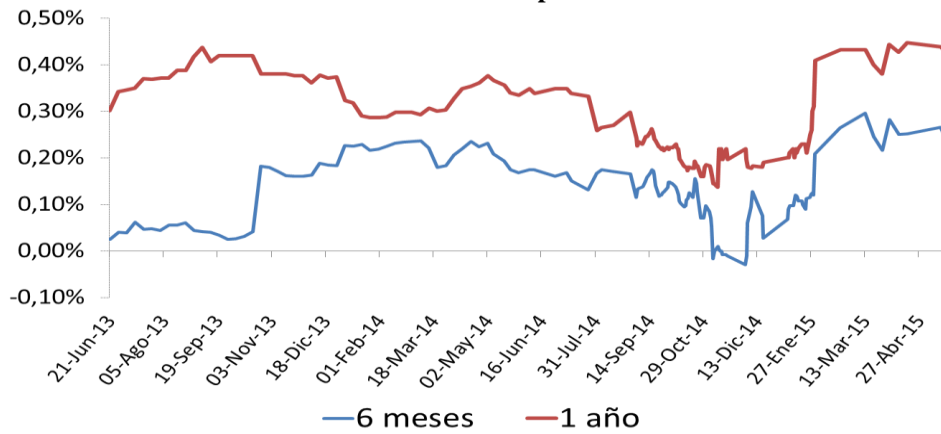
Durante el primer semestre de 2015, el valor de mercado del Portafolio de Oro disminuyó de USD 1.622 millones a USD 1.606 millones, una disminución de USD 16 millones por la reducción en el precio internacional del oro (Gráfico N°66).

Gráfico N°66
Valor de mercado del portafolio



Durante el primer semestre de 2015, las tasas promedio para depósitos de oro mostraron un comportamiento estable siguiendo los ligeros movimientos de las tasas LIBOR en USD. La tasa a 6 meses alcanzó un nivel de 0,24% y la de 12 meses 0,41% (Gráfico N° 67).

Gráfico N° 67
Tasas de interés de depósitos en oro



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

El portafolio está invertido en su totalidad en el sector bancario dado a que actualmente no existen alternativas de inversión en otros sectores. Al 30 de junio de 2015, se redujo la exposición en bancos franceses alcanzando una participación de 22%. El resto de las inversiones se efectuaron en el Reino Unido, alcanzando una participación del 78% (Gráfico N° 68).

Gráfico N° 68
Estructura del Portafolio de Oro por país

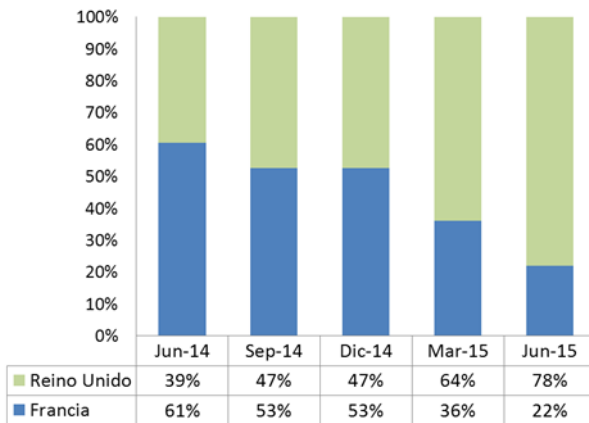
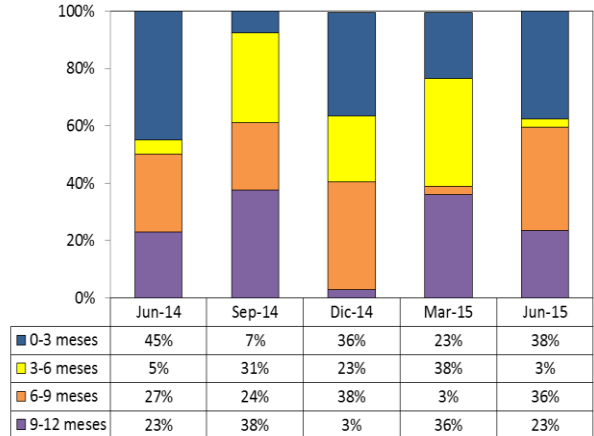


Gráfico N° 69
Estructura del Portafolio de Oro por plazo



De acuerdo a la estructura del portafolio por plazo, durante el semestre se redujeron los vencimientos en el tramo de 3-6 meses pasando de 23% a 3% y se incrementó la exposición al tramo de 9-12 meses de 3% a 23%, debido a las reinversiones en el plazo de 12 meses, para favorecerse del empinamiento de este tramo (Gráfico N° 69).

Durante el primer semestre de 2015, las inversiones de las reservas de oro generaron un ingreso de USD 3,5 millones con una tasa de rendimiento de 0,20%.

Cuadro N° 7
Portafolio Oro

	2°-Trim-14	3°-Trim-14	4°-Trim-14	1°-Trim-15	2°-Trim-15	Ene-Jun 2015
Rend. Port. Oro	0,11%	0,10%	0,10%	0,10%	0,11%	0,20%
Ingresos (En mill. USD)	2,1	1,9	1,7	1,7	1,8	3,5

4.3 Resultados de la inversión de las Reservas Internacionales

En el segundo trimestre de 2015 los ingresos por la inversión de las reservas internacionales ascendieron a USD 31,5 millones con una tasa de retorno de 0,22% (Cuadro N° 8). Desde inicio de año los ingresos ascienden a USD 61,6 millones con una tasa de retorno de 0,43%.

En el periodo enero – junio de 2015 las reservas monetarias internacionales generaron ingresos por USD 58,1 millones equivalente a una tasa de retorno de 0,46%, en tanto que las inversiones de oro obtuvieron un ingreso de USD 3,5 millones con una tasa de retorno de 0,20%.

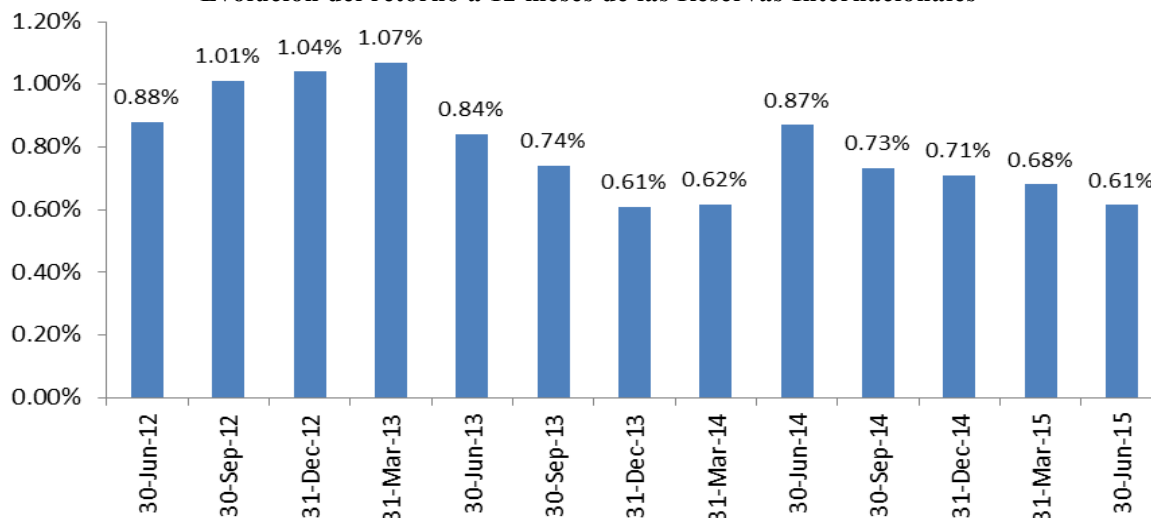
Cuadro N° 8
Rendimiento e Ingresos
por la inversión de las Reservas Internacionales*

	1° trimestre 2015		2do. Trimestre 2015		Desde inicio de año 2015	
	Ingresos (En miles de USD)	Retorno	Ingresos (En miles de USD)	Retorno	Ingresos (En miles de USD)	Retorno
CAPITAL DE TRABAJO	135	0.07%	137	0.09%	272	0.16%
PORTAFOLIO DE LIQUIDEZ	13,517	0.15%	13,368	0.17%	26,884	0.32%
TOTAL TRAMO PRECAUTORIO	13,652	0.15%	13,505	0.17%	27,157	0.31%
PORTAFOLIO 0-3 AÑOS (Interno) ⁽¹⁾	191	0.06%	667	0.05%	858	0.11%
PORTAFOLIO 0-3 AÑOS (Externo)	2,134	0.42%	591	0.12%	2,725	0.54%
PORTAFOLIO 0-5 AÑOS	408	0.29%	1,067	0.31%	1,475	0.60%
PORTAFOLIO TIPS	5,909	1.22%	(217)	-0.04%	5,692	1.17%
PORTAFOLIO GLOBAL	6,064	0.27%	14,120	0.58%	20,183	0.85%
TOTAL TRAMO DE INVERSIÓN	14,706	0.42%	16,227	0.38%	30,934	0.80%
TOTAL RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES	28,358	0.22%	29,732	0.24%	58,090	0.46%
PORTAFOLIO ORO	1,734	0.10%	1,813	0.11%	3,546	0.20%
TOTAL RESERVAS INTERNACIONALES	30,092	0.21%	31,545	0.22%	61,637	0.43%

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

⁽¹⁾ El portafolio 0-3 años (interno) inicia el 20 de marzo de 2015.

Gráfico N° 70
Evolución del retorno a 12 meses de las Reservas Internacionales



El retorno a 12 meses, sin considerar las variaciones cambiarias respecto al USD, ha disminuido paulatinamente a partir del tercer trimestre de la pasada gestión. Este desempeño obedece a las bajas tasas de interés como consecuencia de las agresivas políticas monetarias expansivas aplicadas alrededor del mundo.

Desde inicio de gestión, todos los portafolios con excepción del Portafolio 0-3 años interno, reportaron un retorno por encima de su comparador referencial, tal como se observa en el Cuadro N° 10. El Portafolio 0-3 años interno rindió 11 puntos básicos por debajo de su benchmark.

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

	1° trimestre de 2015			2° trimestre de 2015			Desde inicio de año		
	Portafolio	Benchmark	Diferencia (En pb)	Portafolio	Benchmark	Diferencia (En pb)	Portafolio	Benchmark	Diferencia (En pb)
Capital de Trabajo	0.07%	0.01%	6	0.09%	0.02%	7	0.16%	0.03%	13
Portafolio de Liquidez	0.15%	0.05%	9	0.17%	0.06%	10	0.32%	0.12%	20
Portafolio 0-3 años (Interno) ⁽¹⁾	0.06%	0.09%	-3	0.05%	0.12%	-8	0.11%	0.21%	-11
Portafolio 0-3 años (externo)	0.42%	0.38%	5	0.12%	0.12%	-1	0.54%	0.50%	4
Portafolio 0-5 años	0.29%	0.18%	11	0.31%	0.19%	12	0.60%	0.37%	24
Portafolio TIPS	1.22%	1.20%	2	-0.04%	-0.14%	10	1.17%	1.06%	11
Portafolio Global	0.27%	0.29%	-1	0.58%	0.27%	32	0.85%	0.56%	30
Total Reservas Monetarias Internacionales	0.22%	0.16%	7	0.24%	0.10%	14	0.46%	0.26%	20

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

⁽¹⁾El portafolio 0-3 años (interno) inicia el 20 de marzo de 2015.

5 GESTIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS

5.1. Cumplimiento de normas y límites

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

El 9 de enero de 2015, Fitch disminuyó la calificación de emisor de largo plazo de NongHyup Bank (NHB) de A a A-, entidad en la que el BCB mantiene dos inversiones por un total de USD 69.5 millones. Esta baja en la calificación crediticia obedece a una disminución en el soporte del gobierno coreano. Sin embargo, dada la perspectiva estable de la entidad y su bajo riesgo de incumplimiento, el CRI en su reunión del 15 de enero de 2015 mediante Acta N°01/15, decidió mantener estas inversiones a vencimiento (octubre de 2015).

5.2. Riesgo crediticio

5.2.1 VaR crediticio

La máxima pérdida esperada por un evento de riesgo crediticio (default) con un nivel de confianza de 99,9% para el tramo precautorio y el tramo de inversión se ha mantenido por debajo de 1% y 0,8% respectivamente (Gráficos N° 71 y 72).

En el mes de junio y debido a la compra/venta de DEGs, el valor total del Tramo Precautorio disminuyó transitoriamente incrementando la ponderación del riesgo crediticio del Portafolio de Liquidez. Por otra parte, el riesgo crediticio del tramo de Inversión se incrementó levemente a fines del 2do trimestre debido al incremento de la participación en el Fondo de Inversión en renminbis yuanes del BIS que se compone por títulos del gobierno chino con calificación de riesgo soberano A+ según la agencia calificadora de riesgo Fitch Solutions Inc. La disminución del riesgo crediticio por un periodo de 2 semanas obedeció al incremento de la posición en DEGs que forma parte del Tramo de Inversión.

Gráfico N° 71
Máxima Pérdida Esperada Tramo Precautorio



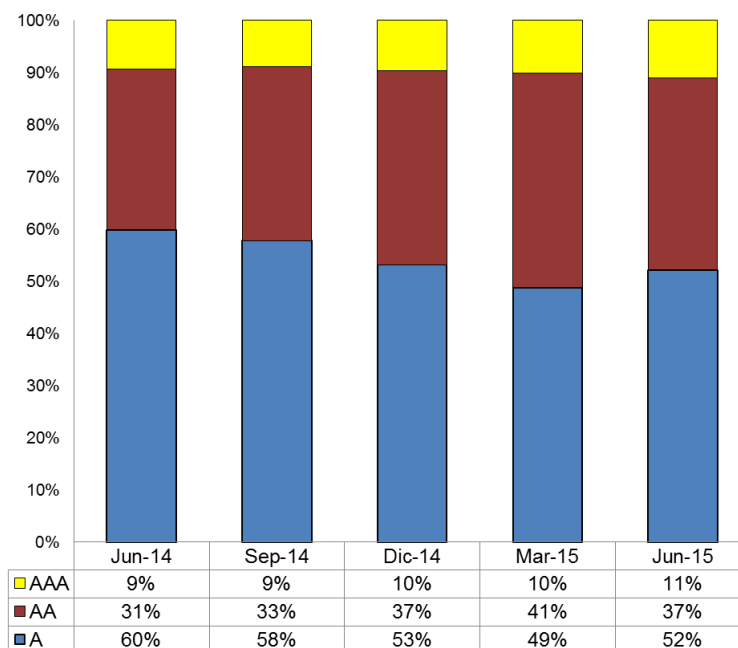
Gráfico N° 72
Máxima Pérdida Esperada Tramo de Inversión



5.2.2 Composición por calificación de riesgo crediticio

Durante el primer semestre de 2015 la calidad crediticia de las inversiones se mantuvo muy similar al de fines de 2014, con una exposición a las calificaciones AAA, AA y A de 11%, 37% y 52% respectivamente.

Gráfico N° 73
Total Reservas Internacionales
Composición por calificación crediticia



5.2.3 Cambios en la calificación crediticia

El 27 de abril de 2015, Fitch disminuyó la calificación de deuda soberana de Japón de A+ a A, país en que el BCB mantiene inversiones por un total de USD30,8 millones. Esta baja en la calificación obedece a la postergación del incremento de impuestos al consumo y al elevado y creciente nivel de deuda de gobierno.

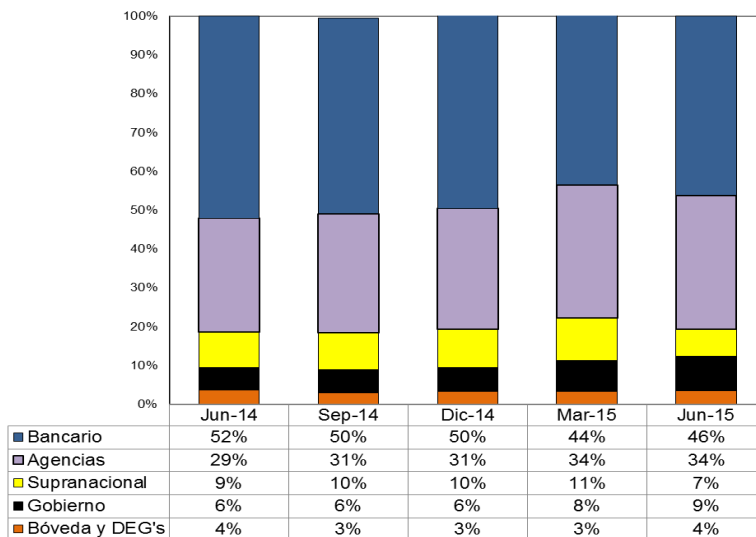
El 19 de mayo de 2015, Fitch disminuyó la calificación de emisor de largo plazo de Deutsche Bank AG de A+ a A, entidad en la que el BCB mantiene inversiones por un total de USD352,4 millones. Esta baja en la calificación crediticia obedece a la revisión del soporte del gobierno con que contaría esta entidad en situación de crisis y a los mayores requerimientos de capital, mayores costos por actualización de infraestructura y la gestión de riesgos por parte de las autoridades de regulación europeas.

A pesar de estas disminuciones de calificación crediticia, tanto Japón como Deutsche Bank cumplen con la calificación crediticia de emisor de largo plazo mínima que establece el Reglamento para la Administración de las Reservas Internacionales.

5.2.4 Composición por sector

Con relación al semestre anterior, las inversiones en entidades supranacionales y bancarias disminuyeron en 3 y 4 puntos porcentuales respectivamente. En tanto que las inversiones en emisiones de gobierno y agencias se incrementaron en 3 puntos porcentuales cada una (Gráfico N° 74).

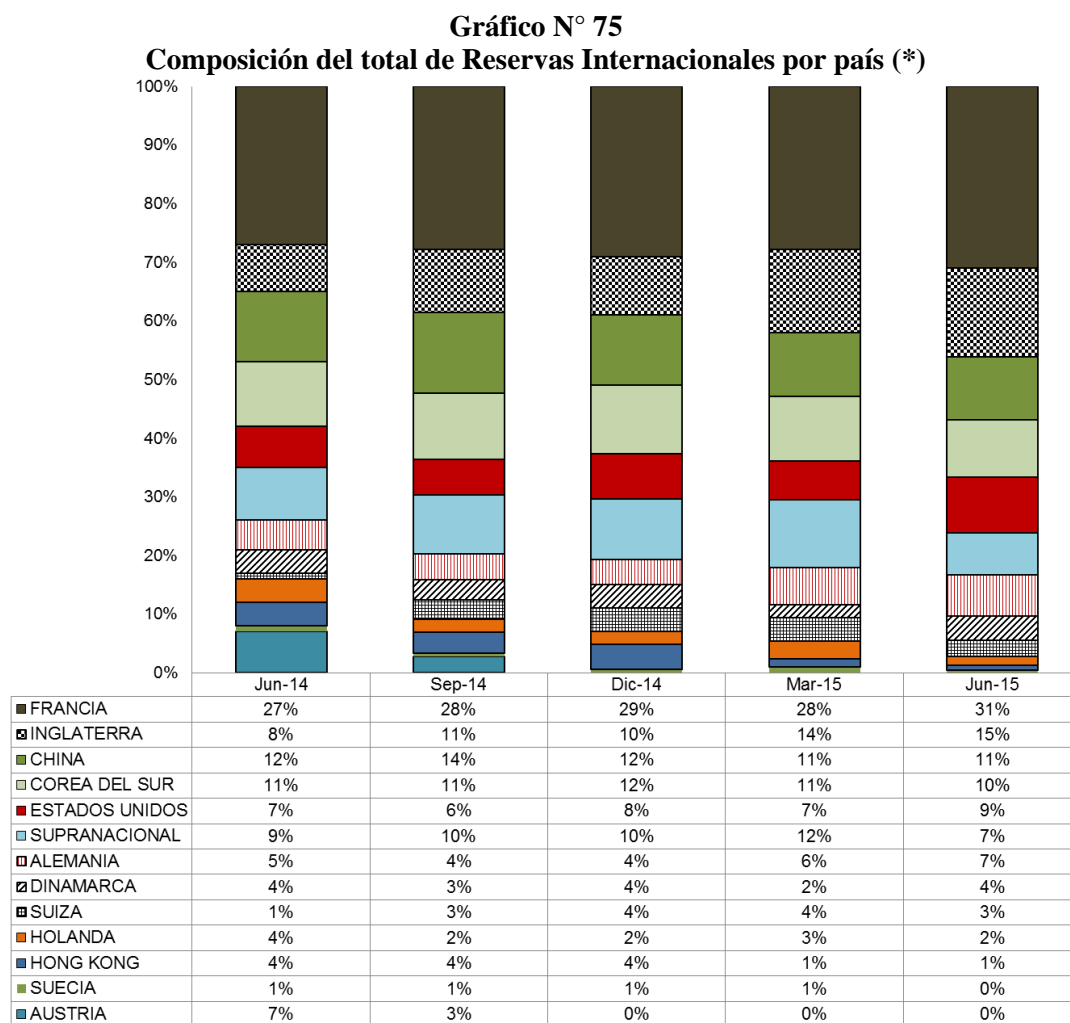
Gráfico N° 74
Composición del total de Reservas Internacionales por sector de inversión



Por otra parte, dentro de cada sector se mantuvieron niveles adecuados de diversificación. Entre abril y junio de 2015, la exposición por banco no superó el 5% y las inversiones por agencia y por entidad supranacional no superaron el 15% de las reservas monetarias internacionales.

5.2.5 Composición por país

Al 30 de junio de 2015, el 31% de las Reservas Internacionales se encuentran invertidas en Francia, el 15% en Inglaterra y el 11% en China. Durante el segundo trimestre se incrementaron las inversiones en Estados Unidos, Inglaterra, Alemania, Francia y Dinamarca; y disminuyeron en Suecia, Holanda, Suiza, Corea del Sur y entidades supranacionales, tal como se presenta en el Gráfico N° 75.

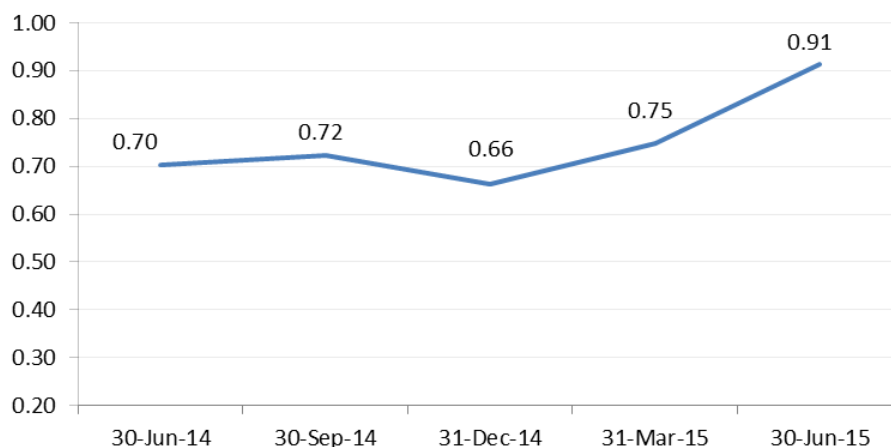


(*) No incluye Bóveda y DEG's

5.3. Riesgo de mercado

A junio de 2015, la duración de las reservas internacionales ascendió a 0,91 años equivalente a 11 meses. Con relación a fines de 2014, la duración se incrementó debido a las mayores inversiones en los portafolios de mediano plazo 0-3 años y 0-5 años. Las inversiones del total de las reservas internacionales en promedio tienen vencimiento promedio menor a 1 año, por lo que el riesgo de perder por un movimiento adverso en las tasas de interés es bajo. (Gráfico N° 76).

Gráfico N° 76
Duración de las Reservas Internacionales
(En años)



6. PERSPECTIVAS PARA EL SEGUNDO SEMESTRE DEL 2015

Para el segundo semestre de 2015 se espera que la economía de EE.UU. continúe creciendo de manera moderada, con mejoras en el mercado laboral aunque con bajas presiones inflacionarias dada la lentitud del incremento de salarios en su economía y de los bajos precios de petróleo.

En este escenario, el FED sería muy cauteloso en el incremento de su tasa de referencia, existiendo una baja probabilidad para un inicio de la normalización de su tasa esta gestión, por lo que se espera que los rendimientos de las notas del Tesoro de EE.UU. se incrementen de manera gradual en los próximos meses.

En la Zona Euro, se espera que la negociación de Grecia con el Euro Grupo alcance un acuerdo y que el programa de compra de activos tenga un mayor impacto en su economía real, estabilizando su tipo de cambio con un ligero incremento en las tasas de interés de este mercado.

Con relación a las economías exportadoras de materias primas como Canadá y Australia, estas continuarían viéndose afectadas por los bajos precios de las materias primas y del petróleo, dependiendo su crecimiento de a su vez el crecimiento de sus principales socios

comerciales, como EE.UU. y China, con lo que se espera que sus tipos de cambio estén ligeramente presionados a la baja y los niveles de sus tasas de rendimiento se mantengan cercanos a los actuales.

En China se espera que su economía responda a los estímulos que el Banco Central Chino ha estado implementando durante los últimos meses, con lo que su moneda tendería a mantenerse estable alrededor de 6,20 CNY/USD, impulsada también por la elevada demanda global de sus activos de capital y expectativas de que el Renminbi sea incluido en la canasta de monedas de los Derechos Especiales de Giro (DEG) en el corto plazo.

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

GLOSARIO DE TÉRMINOS

Agencias de gobierno

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

Break Even

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

Capital de Trabajo

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

Capital de Inversión

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

Certificado de Depósito

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

Comparador referencial (Portafolio benchmark)

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

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

Credit Default Swaps (CDS)

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

Criterios de inversión de las reservas internacionales

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

a) Seguridad

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

b) Preservación de Capital

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

c) Liquidez

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

d) Diversificación

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

d) Rendimiento

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

Cupón

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

Depósitos a plazo fijo

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

Depósitos overnight

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

Duración

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

Emisiones supranacionales

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

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

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

Ingresos

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

Portafolio

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

Portafolio de Liquidez

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

Portafolio de Oro

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

Portafolio Euro

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

Portafolio Global

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

Producto Interno Bruto (PIB)

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

Puntos básicos

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

Rating crediticio

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

Remesa de efectivo

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

Rendimiento

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

Reservas Internacionales

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

Reservas Internacionales Netas

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

Reservas Monetarias Internacionales

Son las reservas internacionales del BCB excluido el oro.

Riesgo

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

Riesgo cambiario

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

Riesgo Crediticio

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

Riesgo de Concentración

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

Riesgo de mercado

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

Riesgo de liquidez

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

Tasa LIBID (London Interbank Bid Rate)

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

Tasa LIBOR (London Interbank Offered Rate)

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

Treasury Bill

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

Treasury Inflation Protected Securities (TIPS)

Títulos Valores del Tesoro Protegidos contra la Inflación

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

ABREVIACIONES

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

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