

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

---

PRIMER SEMESTRE 2017

**Banco Central de Bolivia**



Administración de las Reservas Internacionales  
Primer Semestre 2017

Fecha de publicación: septiembre 2017

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

Contenidos Banco Central de Bolivia  
Edición: Gerencia de Operaciones Internacionales  
Diseño de Impresión: Subgerencia de Comunicación y Relacionamento Institucional

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



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

---

PRIMER SEMESTRE 2017

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



# Contenido

1. RESUMEN EJECUTIVO .....	7
2. EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DEL BCB.....	8
2.1. Ratios de Cobertura de las Reservas Internacionales .....	9
2.2. Variación de las Reservas Internacionales Netas .....	9
2.3. Flujo de ingresos y egresos de las reservas internacionales .....	10
3. ESTRUCTURA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES .....	12
3.1. Estructura por portafolio .....	12
3.2. Estructura por monedas y oro .....	13
4. GESTION Y RESULTADOS DE LA INVERSION DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES.....	14
4.1. Entorno internacional.....	14
4.2. Reservas Monetarias y de Oro: estrategias de inversión .....	22
4.2.1. Tramo Precautorio .....	22
4.2.1.1. Capital de Trabajo.....	22
4.2.1.2. Portafolios de Liquidez y de 0-3 años .....	24
4.2.2. Tramo de Inversión .....	25
4.2.3. Fondo de Promoción para la Inversión en Exploración y Explotación Hidrocarburífera (FPIEEH) .....	26
4.2.4. Portafolio Oro .....	26
4.3. Resultados de la inversión de las Reservas Internacionales .....	27
5. GESTIÓN DE RIESGOS EN LA INVERSION DE LAS RESERVAS .....	29
5.1. Cumplimiento de normas y límites.....	29
5.2. Riesgo crediticio .....	29
5.2.1. VaR crediticio.....	29
5.2.2. Composición por calificación de riesgo crediticio.....	30
5.2.3. Cambios en la calificación crediticia.....	30

5.2.4. Composición por sector.....	31
5.2.5. Composición por país.....	31
5.3. Riesgo de mercado .....	32
6. PERSPECTIVAS PARA EL SEGUNDO SEMESTRE DE 2017.....	34
ANEXO 1	
ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN Y RESULTADOS DE LA ADMINISTRACIÓN	
DE LOS PORTAFOLIOS DEL TRAMO PRECAUTORIO.....	
1. Portafolio de Liquidez .....	35
2. Portafolio 0-3 años.....	37
ANEXO 2	
ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN Y RESULTADOS DE LA ADMINISTRACIÓN	
DE LOS PORTAFOLIOS DEL TRAMO DE INVERSIÓN.....	
1. Portafolio de Mediano Plazo 0 - 5 años.....	40
2. Portafolio Global .....	42
2.1. Inversiones en Euros .....	42
2.2. Inversión de Dólares Australianos .....	44
2.3. Inversión en Dólares Canadienses.....	46
2.4. Inversión en Renminbis Chinos .....	48
ANEXO 3	
ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN Y RESULTADOS DE LOS PORTAFOLIOS DEL FPIEEH.....	
51	
ANEXO 4	
ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN Y RESULTADOS DEL PORTAFOLIO ORO.....	
54	



# 1. Resumen Ejecutivo

Al 30 de junio de 2017 las Reservas Internacionales Netas (RIN) del Banco Central de Bolivia (BCB) alcanzaron USD 10.305,7 millones, con un incremento de USD 224,8 millones respecto a diciembre de 2016, explicado principalmente por la exitosa emisión de bonos soberanos en los mercados internacionales, ganancias por variaciones cambiarias, ingresos por la inversión de las reservas y la reducción del encaje legal de los depósitos en el sistema financiero en dólares.

El ratio de Reservas Internacionales respecto al PIB para la gestión 2017 alcanza 28%, el más alto de la región.

En la estructura de las Reservas al 30 de junio de 2017, la participación del dólar estadounidense (USD) fue de 59,9%, seguido por el oro con 16,6% y el Euro (EUR) con 9,2%. Las demás monedas tuvieron participaciones menores: 6,3% en Renminbis Chinos (CNY/CNH), 2,9% en Dólares Australianos (AUD), 2,8% en Dólares Canadienses (CAD) y 2,3% en Derechos Especiales de Giro (DEG).

Los hechos más relevantes durante el primer semestre de 2017 para los mercados financieros internacionales fueron la posesión de Donald Trump como Presidente de EE.UU, la puesta en marcha del artículo 52 para la salida del Reino Unido de la Unión Europea y las elecciones presidenciales en Francia e Inglaterra.

Estos acontecimientos junto con la disminución de las políticas monetarias expansivas de EE.UU. y el resto de los países, incrementó la volatilidad de los mercados financieros internacionales durante el periodo.

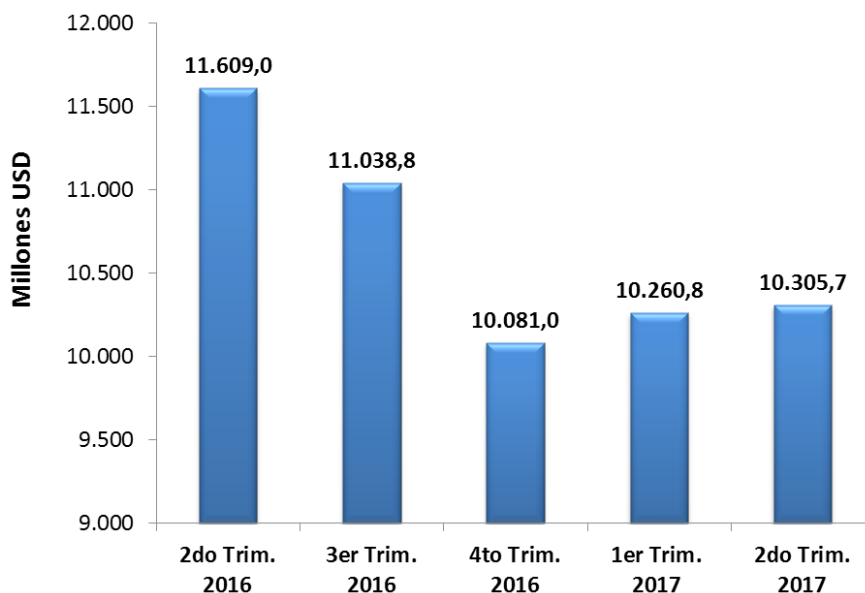
Las estrategias de inversión empleadas en los portafolios de las reservas internacionales se enfocaron en aprovechar las atractivas tasas de interés de inversiones en instrumentos de spread en los sectores de agencias gubernamentales, supranacionales e instituciones bancarias e implementar estrategias de duración y de curva, aprovechando las volatilidades de los mercados financieros en el semestre.

Durante el primer semestre de 2017 la inversión de las reservas internacionales generó ingresos por USD 50,9 millones, equivalente a una tasa de retorno de 0,54%.

## 2. Evolución de las Reservas internacionales netas del BCB

Al 30 de junio de 2017, las Reservas Internacionales Netas (RIN) del BCB alcanzan USD 10.305,7 millones, un incremento de USD 224,8 millones con relación a diciembre 2016 (Gráfico N° 1).

Gráfico N° 1  
Evolución Trimestral de las RIN  
Junio 2016 - Junio 2017



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

El incremento durante el primer semestre de 2017 se explica principalmente por los siguientes factores:

- La exitosa emisión de bonos soberanos por USD 1.000 millones en los mercados financieros internacionales por parte del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP).
- Ganancias por variaciones cambiarias que ascendieron a USD 278,5 millones.
- Ingresos por la inversión de las reservas que significaron USD 50,9 millones.
- La reducción del encaje legal de los depósitos en el sistema financiero en USD de 66,5% a 56,5%, lo que significó un ingreso en las reservas de USD 350 millones.
- Estas entradas de divisas, contrarrestaron las salidas por transferencias de fondos al exterior por parte de las entidades financieras para atender los requerimientos de sus clientes principalmente por importaciones.

## 2.1. Ratios de Cobertura de las Reservas Internacionales

Los ratios de cobertura de reservas proyectados al cierre de 2017, mantienen un adecuado nivel de las reservas internacionales (Cuadro N° 1).

**Cuadro N° 1**  
**Ratios de Cobertura de las RIN**

Variable	2005	2008	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 <sup>(1)</sup>
Reservas Internacionales Netas (Millones de USD)	1.714	7.722	12.019	13.927	14.430	15.123	13.056	10.081	10.306
Importaciones (CIF) (Millones USD) <sup>(2)</sup>	2.431	5.100	7.902	8.551	9.653	10.598	9.651	8.462	8.884
<b>RIN en porcentajes de:</b>									
Producto Interno Bruto (PIB)	18	46	50	51	47	45	39	30	28
<b>RIN en meses de:</b>									
Importaciones	8	18	18	20	18	17	16	14	14

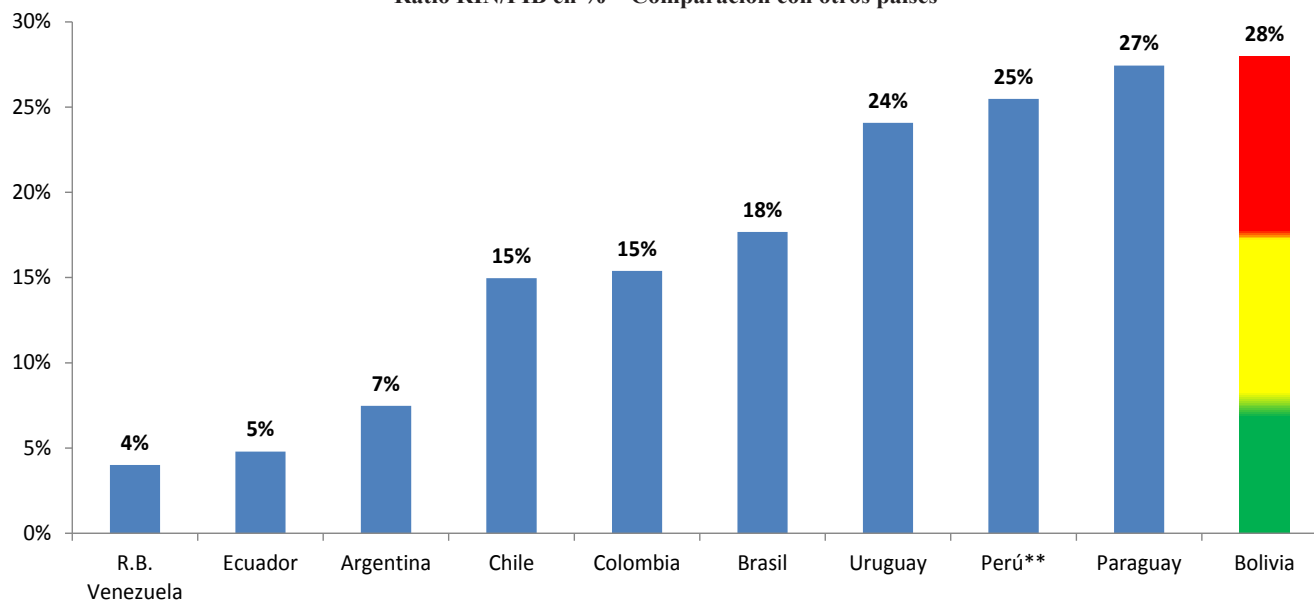
Fuente: Banco Central de Bolivia - Asesoría de Política Económica (APEC) - Instituto Nacional de Estadística.

<sup>1</sup> Dato proyectado al 31-12-2017 para PIB e Importaciones en base a información preliminar disponible al 31-03-2017.

<sup>2</sup> Datos preliminares, CIF ajustado por alquiler de aeronaves y nacionalización de vehículos importados en gestiones anteriores actualizadas con información al 31 de mayo de 2017.

Considerando el nivel de reservas a junio de 2017 y las proyecciones del crecimiento del PIB, el ratio Reservas a PIB para Bolivia para la gestión 2017 es de 28%, el cual continúa siendo el más alto de la región (Gráfico N° 2).

**Gráfico N° 2**  
**Ratio RIN/PIB en % – Comparación con otros países\***



Fuente: Bancos Centrales, Fondo Monetario Internacional (FMI)

\* Para las reservas, la información corresponde al 30 junio de 2017. Para el PIB se considera la información de proyecciones del Fondo Monetario Internacional para 2017 (*World Economic Outlook Abril 2017*), excepto para Bolivia que corresponde a una proyección interna para la misma gestión.

\*\* Excluyen encaje legal.

## 2.2. Variación de las Reservas Internacionales Netas

Durante el primer semestre de 2017, las Reservas Internacionales Netas se incrementaron en USD 224,8 millones, debido al flujo de fondos positivo por USD 443,0 millones, a la variación cambiaria positiva por USD 278,5 millones y a los ingresos por rendimientos del BCB por USD 50,9 millones,

por otra parte, la demanda de billetes en dólares estadounidenses en bóveda del BCB alcanzó a USD 547,6 millones (Cuadro N°2).

**Cuadro N° 2**  
**FACTORES QUE EXPLICAN LA VARIACIÓN DE LAS RIN**  
(En millones de USD)

	30-jun-13	30-jun-14	30-jun-15	30-jun-16	30-jun-17
RIN Fin de Periodo	13.951,7	14.808,9	14.707,9	11.609,0	10.305,7
Variación RIN	25,0	378,7	-414,9	-1.446,9	224,8
1. Flujo de Fondos	1.073,6	1.119,8	404,4	-1.089,1	443,0
2. Variación Cambiaria (Oro, EUR, CAD, AUD, CNY, DEG)	-695,6	143,9	-163,0	389,9	278,5
3. Variación Bóveda	-384,3	-957,6	-718,3	-830,9	-547,6
4. Ingresos por Rendimientos BCB	31,3	72,6	62,0	83,2	50,9

### 2.3. Flujo de ingresos y egresos de las reservas internacionales<sup>1</sup>

En el primer semestre de 2017, el flujo neto de ingresos de las Reservas Internacionales alcanzó a USD 443,0 millones, como resultado de ingresos por USD 2.545,1 millones y egresos de USD 2.102,1 millones.

Los principales rubros de ingresos fueron la emisión de Bonos Soberanos por USD 991 millones<sup>2</sup>, los pagos por exportaciones de gas de YPF por USD 614,6 millones, los desembolsos de créditos externos por USD 488,9 millones y las exportaciones de la Empresa Metalúrgica Vinto por USD 131,4 millones.

En las salidas se destacan las transferencias netas del Sistema Financiero por USD 1.141,3 millones, los pagos de YPF por USD 714,4 millones, el pago del servicio de deuda externa de mediano y largo plazo por USD 265,8 millones y el pago de gastos fiscales por USD 260,6 millones (Cuadro N°3).

<sup>1</sup> Corresponden a transacciones realizadas a través del BCB

<sup>2</sup> Corresponde a los ingresos por la emisión a descuento de los Bonos Soberanos Internacionales por un valor nominal de USD 1.000 millones.

**Cuadro N° 3**  
**Flujo de Fondos Periodo 2016 - 2017**  
**(En millones de USD)**

	2016			2017
	1er - Sem.	2do - Sem.	Total	1er - Sem.
<b><u>Ingresos</u></b>	<b><u>1.565,9</u></b>	<b><u>1.355,5</u></b>	<b><u>2.921,4</u></b>	<b><u>2.545,1</u></b>
Emisión Bonos Soberanos	0,0	0,0	0,0	991,0
Exportaciones de YPFB*	929,2	574,4	1.503,6	614,6
Desembolsos de créditos externos	343,8	555,3	899,1	488,9
Exportaciones de Empresa Metalúrgica Vinto*	112,3	116,7	229,0	131,4
Remesas de Ayuda Familiar	3,6	12,1	15,7	12,1
Convenio SUCRE	24,6	1,9	26,5	9,9
Otros	152,4	95,1	247,5	297,2
<b><u>Egresos</u></b>	<b><u>2.655,0</u></b>	<b><u>2.060,4</u></b>	<b><u>4.715,4</u></b>	<b><u>2.102,1</u></b>
Transferencias del Sistema Financiero (Neto)	1.672,6	882,0	2.554,6	1.141,3
Pagos de YPFB*	381,0	679,7	1.060,7	714,4
Servicio de Deuda Externa Pagos M y LP	233,3	237,1	470,4	265,8
Gastos Fiscales	173,3	210,1	383,4	260,6
Convenio ALADI (Neto)	5,8	5,4	11,2	6,9
Transferencias del Fondo RAL M/E (Neto)	72,8	-28,9	43,9	-374,3
Otros	116,2	75,0	191,2	87,4
<b>Entrada Neta</b>	<b>-1.089,1</b>	<b>-704,9</b>	<b>-1.794,0</b>	<b>443,0</b>

\* Corresponden a las operaciones realizadas a través del Banco Central de Bolivia.

# 3. Estructura de las Reservas Internacionales

## 3.1. Estructura por portafolio

Durante el primer semestre de 2017, la estructura de las Reservas Internacionales por tramos y portafolios no presentó cambios relevantes.

Al 30 de junio de 2017, el Tramo Precautorio alcanzó una participación de 53,4% del total de reservas, mientras que el Tramo de Inversión se incrementó de 27,7% a 28,4% en relación a diciembre de 2016, debido a la apreciación de las monedas (EUR, CAD, AUD y CNH/CNY) respecto al USD. El valor de las Reservas de Oro también se incrementó en USD 119,1 millones con relación a diciembre de 2016 por el incremento del precio de este metal (Cuadro N° 4).

Cuadro N° 4  
Estructura de las Reservas Internacionales\*

Componente	31-dic-16		30-jun-17	
	Millones USD	Porcentaje %	Millones USD	Porcentaje %
<b>1. Tramo Precautorio (A+B+C)</b>	<b>5.588,1</b>	<b>55,5%</b>	<b>5.481,4</b>	<b>53,4%</b>
A) <i>Capital de Trabajo (A1+A2)</i>	558,2	5,5%	521,6	5,1%
A1) Billetes y Monedas	341,9	3,4%	364,1	3,5%
A2) Depósitos Vista	216,3	2,1%	157,4	1,5%
B) Portafolio de Liquidez	4.524,6	44,9%	4.451,1	43,4%
C) Portafolio Mediano Plazo (0-3 Años)	505,3	5,0%	508,8	5,0%
<b>2. Tramo de Inversión (D+E+F)</b>	<b>2.788,3</b>	<b>27,7%</b>	<b>2.916,7</b>	<b>28,4%</b>
D) Portafolio Mediano Plazo (0-5 Años)	512,1	5,1%	510,3	5,0%
E) <i>Portafolio Global (E1+E2+E3+E4)</i>	2.052,1	20,4%	2.174,5	21,2%
E1) <i>Dólares Canadienses (CAD)</i>	274,0	2,7%	284,2	2,8%
E2) <i>Dólares Australianos (AUD)</i>	281,7	2,8%	301,3	2,9%
E3) <i>Renmimbi Chino (CNY/CNH)</i>	619,4	6,1%	642,3	6,3%
E4) <i>Euros (EUR)</i>	877,0	8,7%	946,6	9,2%
F) Derechos Especiales de Giro (DEG's)	224,1	2,2%	232,0	2,3%
<b>3. Reservas Monetarias Internacionales (1+2)</b>	<b>8.376,3</b>	<b>83,2%</b>	<b>8.398,1</b>	<b>81,8%</b>
<b>4. Fondo FPIEEH</b>	<b>108,2</b>	<b>1,1%</b>	<b>157,0</b>	<b>1,5%</b>
<b>5. Reservas de Oro</b>	<b>1.588,0</b>	<b>15,8%</b>	<b>1.707,1</b>	<b>16,6%</b>
<b>6. Total Reservas Internacionales (3+4+5)</b>	<b>10.072,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>10.262,2</b>	<b>100,0%</b>

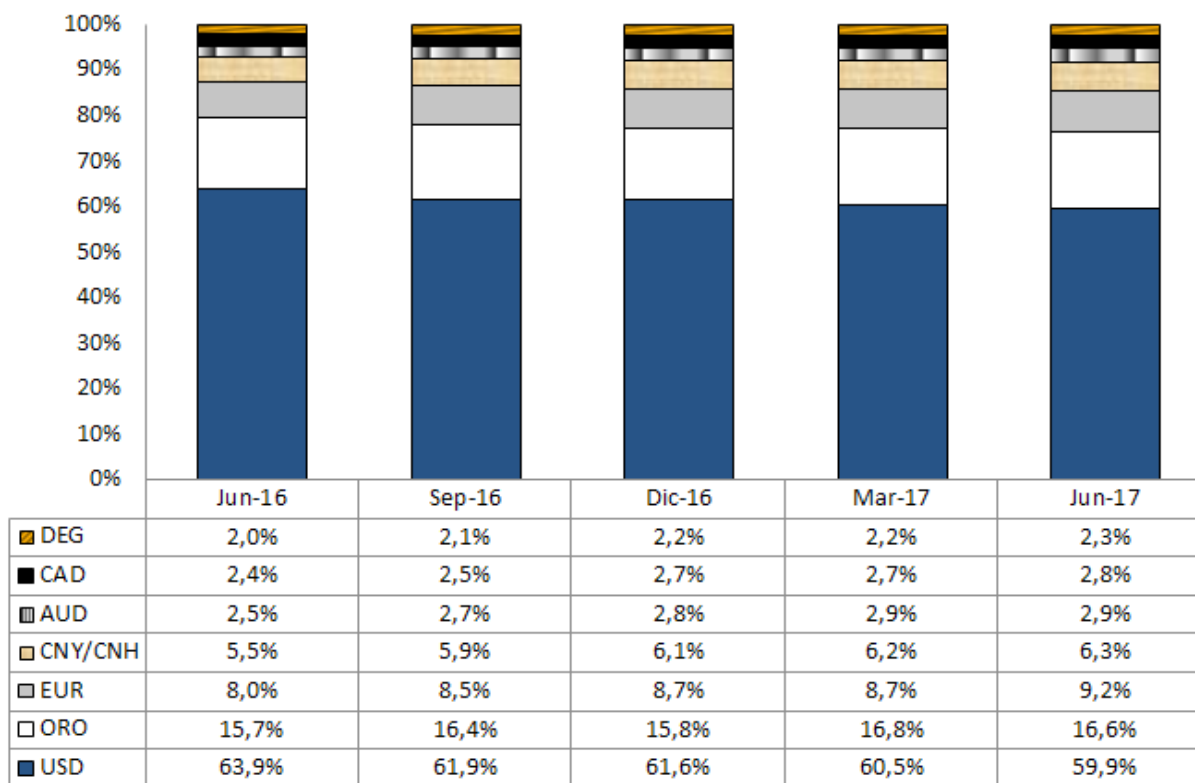
Fuente: Banco Central de Bolivia – Gerencia de Operaciones Internacionales

(\*) La diferencia de 43,5 millones con las RIN del 30 de junio de 2017, se origina principalmente en el tramo de reservas del FMI.

### 3.2. Estructura por monedas y oro

Al 30 de junio de 2017, la participación del dólar estadounidense (USD) fue de 59,9%, seguido por el oro con 16,6% y el Euro (EUR) con 9,2%. Las demás monedas tuvieron participaciones menores: 6,3% en Renminbis Chinos (CNY/CNH), 2,9% en Dólares Australianos (AUD), 2,8% en Dólares Canadienses (CAD) y 2,3% en Derechos Especiales de Giro (DEG) (Gráfico N° 3).

Gráfico N° 3  
Estructura por monedas de las Reservas Internacionales



Fuente: Banco Central de Bolivia – Gerencia de Operaciones Internacionales

# 4. Gestion y resultados de la inversion de las Reservas Internacionales

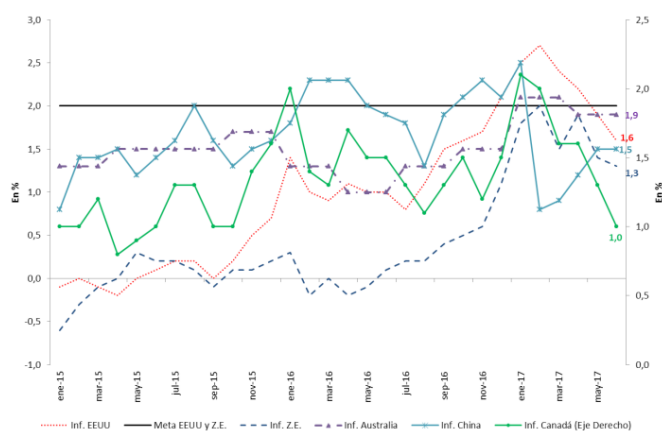
## 4.1. Entorno internacional

Durante el primer semestre de 2017, los mercados financieros estuvieron enfocados en los incrementos de la tasa de referencia del FED y la expectativa sobre la implementación de la reducción de su hoja de balance, la cual estaría prevista para finales de este año.

En EE.UU., la economía alcanzó un crecimiento de 1,2% el primer trimestre de 2017, menor al del último trimestre de la gestión 2016 que fue de 1,8%. Esta desaceleración a marzo de 2017 se presentó principalmente como resultado del invierno en este país y una reducción en el gasto del consumidor.

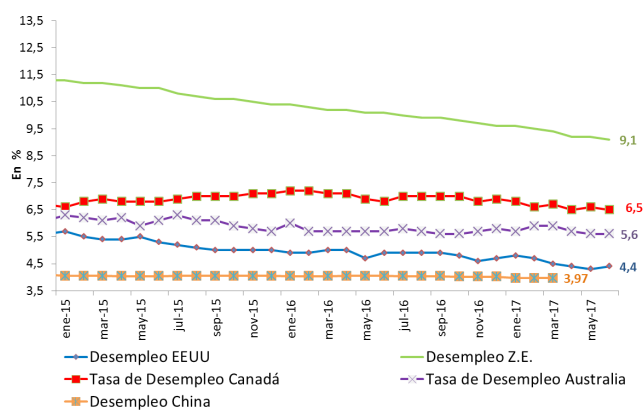
Con relación al desempleo, hasta junio alcanzó 4,4% continuando con la reducción consistente de este indicador en todos los meses del año. Por su parte, el nivel de precios mantuvo niveles superiores a 2% exceptuando mayo, cuyo incremento fue de 1,9% como resultado de la creciente volatilidad en los precios de la energía; situando al mismo en torno a la meta de largo plazo del FED y dando holgura para continuar con el proceso de subida de tasas de interés (Gráfico N° 4 y Gráfico N° 5).

**Gráfico N° 4**  
**Inflación**  
**Enero 2015 – Junio 2017**



Fuente: Bloomberg

**Gráfico N° 5**  
**Desempleo: Principales economías**  
**Enero 2015 – Junio 2017**



Fuente: Bloomberg  
Último dato disponible para China a marzo 2017

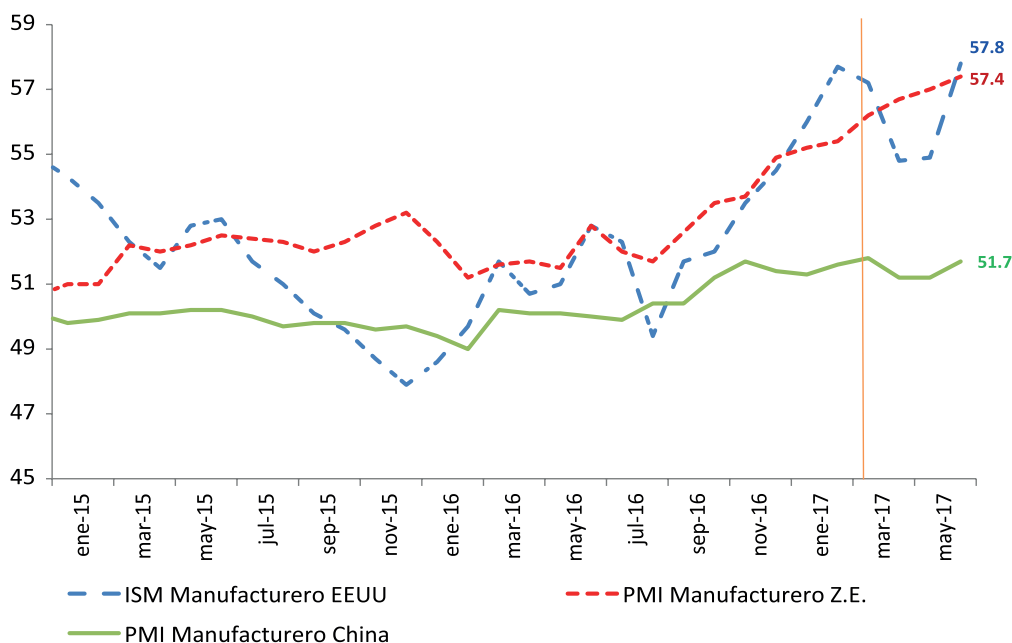
La posesión de D. Trump el 20 de enero de 2017, tuvo inicialmente un impacto positivo en los mercados, por el optimismo en las medidas propuestas durante la campaña electoral. Sin embargo, a lo largo del semestre se generó cierta incertidumbre sobre la efectividad de la nueva administración ante la falta



de apoyo del Congreso estadounidense, para la aprobación del nuevo plan de reforma al sistema de salud.

Los índices de compra de gerentes del sector manufacturero (PMI, por sus iniciales en inglés) en EE.UU y la Zona Euro continuaron con una tendencia de expansión durante el semestre, impulsados por una mayor demanda externa.

**Gráfico N° 6**  
**PMI e ISM : Principales economías**  
**Enero 2015- Junio 2017**



Fuente: Bloomberg

En la Zona Euro, el crecimiento económico continúa positivo, alcanzando el segundo trimestre de 2017 un crecimiento año a año de 2,1% superior al 1,9% del trimestre anterior, y el nivel de inflación anual de junio bajó de 1,4% a 1,3% afectada negativamente por la volatilidad en los precios de transporte y energía.

En Canadá, el primer trimestre la economía alcanzó un crecimiento de 3,7% anualizado superior al 2,7% del trimestre anterior, impulsado por la recuperación del sector de manufactura, el incremento en las inversiones en empresas no vinculadas al sector energético y la implementación de estímulos fiscales.

En Australia, la expansión de su economía en el primer trimestre de 2017 alcanzó una tasa de crecimiento de 1,7%, menor en comparación del 2,4% del anterior trimestre, afectada negativamente por una reducción en sus exportaciones y las inversiones privadas en el sector no minero.

Durante el segundo trimestre se destacaron los siguientes eventos:

- La elección en Francia el 7 de mayo de 2017, del candidato de centro Emmanuel Macron, consiguiendo una victoria frente a la candidata de ultraderecha Marine Le Pen.
- Las elecciones adelantadas en el Reino Unido, llevadas a cabo el 8 de junio de 2017, en las cuales ganó Theresa May con el partido conservador, aunque perdió la mayoría parlamentaria obteniendo 318 escaños, mientras que el partido laborista subió a 262.

En China, la agencia calificadora de riesgo Moody's bajó su calificación crediticia de largo plazo un escalón de "Aa3" a "A1", identificando riesgos financieros originados en el incremento de la deuda y una desaceleración en su economía prevista para los próximos años.

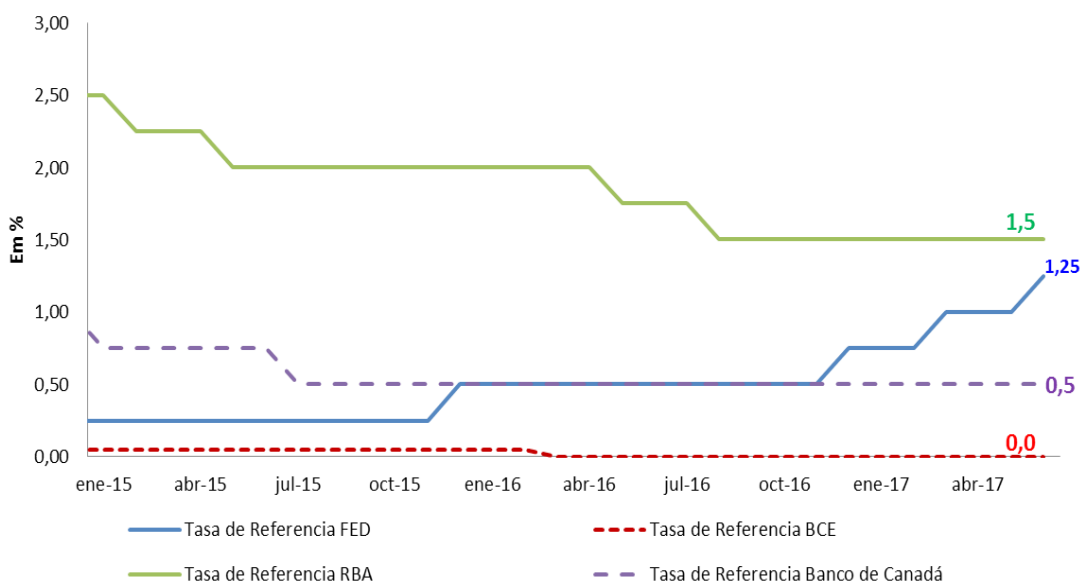
En este escenario, en EE.UU. el Comité de Política Monetaria de la Fed elevó su tasa de referencia en 25 puntos básicos en sus reuniones del 15 de marzo y del 14 de junio de 2017, situándola en el rango entre 1,0% - 1,25% al finalizar el período. De igual forma anunció la implementación de un programa de normalización de su Hoja de Balance, generando expectativas que este programa se inicie durante la presente gestión.

El Banco Central Europeo (BCE) por su parte, mantuvo sin cambios su tasa de referencia en 0%, anunciando la continuidad de su programa de compra de activos de EUR 80.000 millones mensuales hasta finales de marzo de 2017 y de EUR 60.000 millones hasta finales de diciembre de 2017.

El Banco Central de Canadá continuó con una política expansiva, manteniendo su tasa de referencia en 0,5% durante el semestre.

El Banco de la Reserva de Australia mantuvo sin cambio su tasa de referencia en 1,5% (Gráfico N° 7).

**Gráfico N° 7**  
**Tasa referencial de política monetaria**  
**Enero 2015 – Junio 2017**



Fuente: Bloomberg

### Recuadro N° 1: Elecciones Presidenciales en Francia

El 23 de abril de 2017, se llevó a cabo la primera ronda de las elecciones presidenciales en Francia, en la que participaron 11 candidatos, con las siguientes votaciones: Emmanuel Macron 24%, Marine Le Pen 21%, François Fillon 20% y Jean-Luc Mélenchon 19,6%, los demás candidatos obtuvieron porcentajes por debajo del 7%, resultados que habilitaron a los dos primeros candidatos para la segunda vuelta. El 7 de mayo de 2017, se realizó la segunda vuelta de las elecciones presidenciales de Francia con la victoria de Emmanuel Macron con el 66,1% de los votos escrutados versus el 33,9% obtenido por la candidata Marine Le Pen.

A medida que se acercaban la fecha de elecciones, los inversionistas mostraron cierto nerviosísimo, reflejado en una mayor volatilidad de los mercados financieros, debido a que en la mayoría de las encuestas de intención de voto, la candidata Marine Le Pen obtenía el liderazgo frente a los otros candidatos. Marine Le Pen representaba a la extrema derecha nacionalista con discursos populistas y la promesa de realizar un referéndum para retirar a Francia de la Unión Europea, entre otras propuesta controversiales. Esto debilitaba las perspectivas de la Unión Monetaria y elevaba la percepción de riesgo sobre Francia y Europa. Por otro lado, el candidato Emmanuel Macron del partido “En Marcha” con tendencia centrista representaba la continuidad de las políticas y el fortalecimiento de la Unión Europea, por lo que su victoria representó mayor certidumbre y confianza sobre el futuro de la Unión Europea.

El grafico R1.1 muestra el histórico de la permuta de incumplimiento CDS por sus siglas en inglés (Credit Default Swaps) de Francia y Alemania destacando el impacto en la percepción del riesgo que tuvo las elecciones presidenciales de Francia.

**Grafico R1.1**  
Riesgo de crédito de Francia y Alemania medido por la permuta de incumplimiento (CDS)



Fuente: Bloomberg

En el segundo semestre de 2017, se realizarán las elecciones generales en Alemania, para lo cual, la actual canciller Angela Merkel mostró su intención de presentarse como candidata para

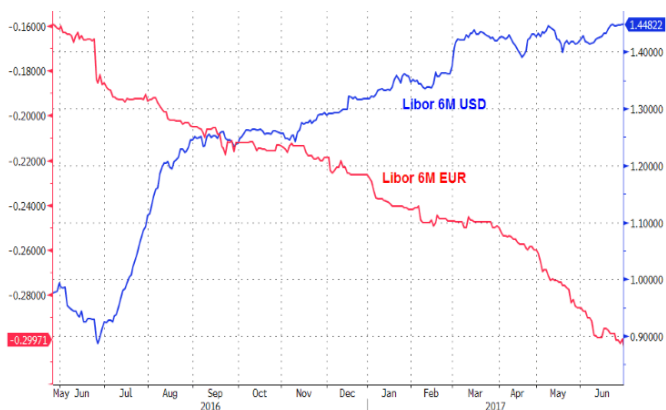
un cuarto mandato. Sin embargo, será importante monitorear el desarrollo de las elecciones, ya que han surgido corrientes políticas nacionalistas y populistas que podrían generar cierta incertidumbre en las perspectivas económicas de la Zona Euro. Por otro lado, con la nueva administración en Francia se espera que la unión entre los líderes de Europa se fortalezca, aunque, la relación entre Europa y EE.UU. se verá negativamente afectada, debido a las visiones contrapuestas en temas como migración, comercio internacional y cambio climático.

Asimismo, la relación entre Europa y China podría verse beneficiada en términos de incremento en el intercambio comercial, debido a que EE.UU. podría aplicar políticas proteccionistas disminuyendo su presencia en los mercados internacionales. Se espera que la relación de Europa con el Medio Oriente en lo que respecta al abastecimiento de petróleo continúe estable y que el acuerdo sobre cuotas de producción de los países miembros de la OPEP continúe proporcionando un límite a la baja del precio del petróleo.

Durante el primer semestre de 2017, la tasa LIBOR en USD a 6 meses mantuvo su tendencia alcista, alcanzando 1,45% por los incrementos de la tasa de referencia del FED. En la Zona Euro, la tasa LIBOR en EUR a 6 meses se mantuvo en los mínimos históricos, con -0,30%, debido a la implementación de las políticas expansivas del BCE (Gráfico N° 8).

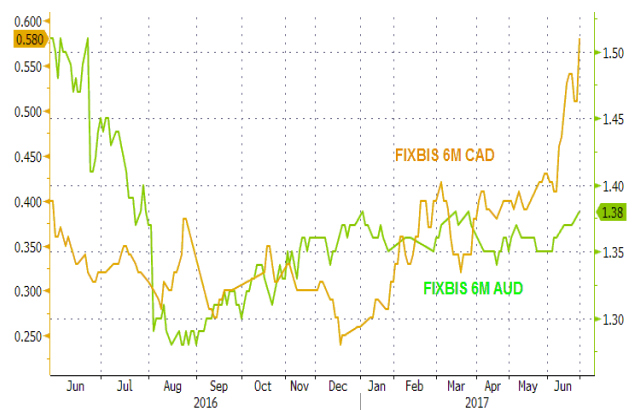
Las tasas FIXBIS en dólares australianos se mantuvieron en niveles similares desde inicio de gestión, reflejando las expectativas del mercado respecto a que no existirían recortes adicionales en las tasas de referencia del Banco de la Reserva de Australia en el corto plazo, mientras que las tasas FIXBIS en dólares canadienses mostraron un comportamiento hacia la alza impulsado por las expectativas de subida en la tasa de referencia del Banco Central de Canadá. (Gráfico N° 9).

**Gráfico N° 8**  
Tasa LIBOR a 6 meses en USD y EUR



Fuente: Bloomberg

**Gráfico N° 9**  
Tasa FIXBIS a 6 meses en CAD y AUD



Fuente: Bloomberg

La tasa de la nota del tesoro a 2 años de EE.UU. tuvo una tendencia alcista resultado de las subidas de tasas del FED durante el semestre, mientras que la tasa de la nota del tesoro a 10 años de EE.UU. tuvo una tendencia hacia la baja por un mayor demanda de activos refugio debido al incremento en los riesgos políticos y las tensiones geopolíticas (Gráfico N° 10). En la Zona Euro, las tasas de rendimiento de las notas de Alemania y Francia de 2 años mostraron cierta volatilidad cerrando el semestre en un nivel mayor al de inicio de año, como resultado de la política monetaria expansiva del BCE y los resultados de las elecciones presidenciales de Francia y elecciones federales Reino Unido (Gráfico N° 11).

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



Fuente: Bloomberg

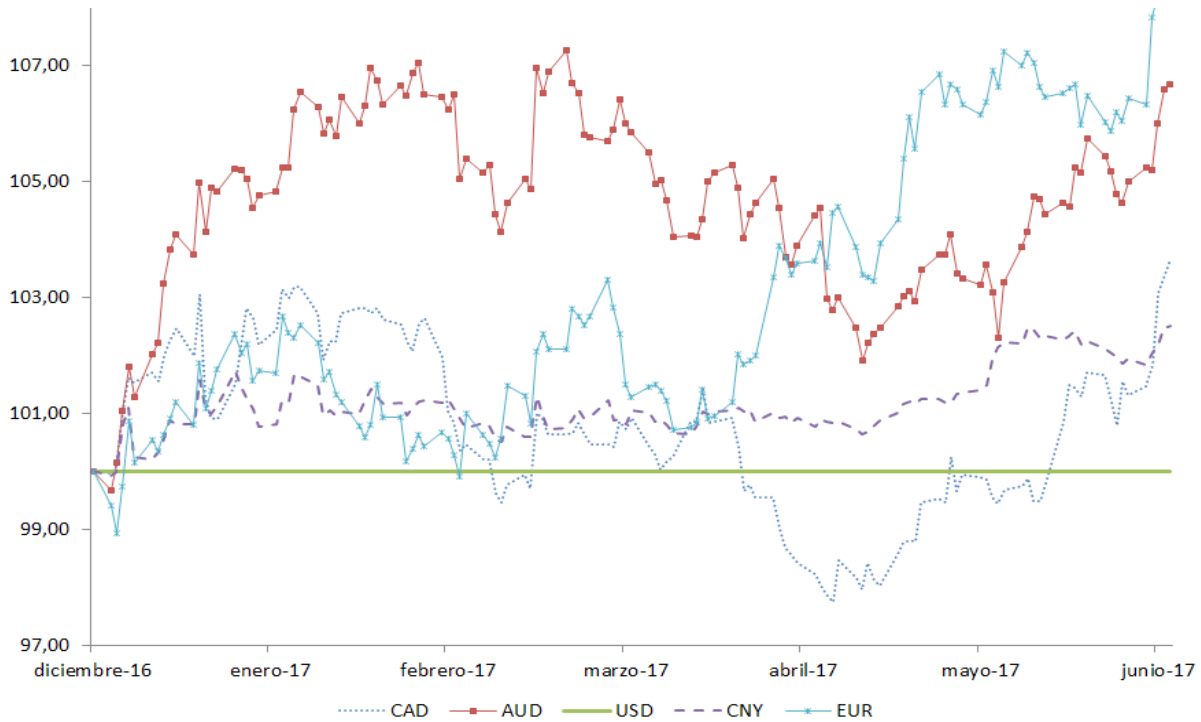
**Gráfico N° 11**  
**Rendimientos de las Notas del Tesoro de Alemania**  
**y Francia a 2 años**



Fuente: Bloomberg

Respecto a los tipos de cambio, durante el primer semestre se observó un debilitamiento del USD por la reducción de las expectativas del mercado sobre un ajuste monetario más acelerado por parte del FED durante la gestión, la incertidumbre de la implementación de las medidas propuestas por la nueva administración del Presidente Trump y las medidas monetarias de carácter menos expansivo en las economías desarrolladas. En este escenario, las monedas se apreciaron con relación al USD, siendo el Euro (EUR) el de mayor incremento con un 8,6%; el dólar australiano (AUD), el dólar canadiense (CAD) y Renminbi (CNY) se apreciaron un 6,7%, 3,5% y 2,4% respectivamente (Gráfico N° 12).

**Gráfico N° 12**  
**Variaciones cambiarias de las monedas**  
**Enero – Junio 2017**  
**(Índice normalizado)**



Fuente: Bloomberg

Durante el semestre, el precio del oro mostró una tendencia alcista por el incremento de la demanda del metal como activo refugio frente al debilitamiento del dólar estadounidense, los riesgos políticos en la Zona Euro y las tensiones geopolíticas en Siria y Corea del Norte, alcanzando 1.241,5 USD/OTF. El precio del petróleo mostró un comportamiento volátil, finalizando el semestre hacia la baja alcanzando 46,04 USD/barril, por el incremento de la producción en EE.UU., Libia y Nigeria, que ha generado una expectativa negativa sobre la efectividad del acuerdo para reducir la producción de petróleo implementado por la OPEP desde el 1° de enero de 2017 y extendido nueve meses adicionales hasta marzo de 2018 (Gráfico N° 13).

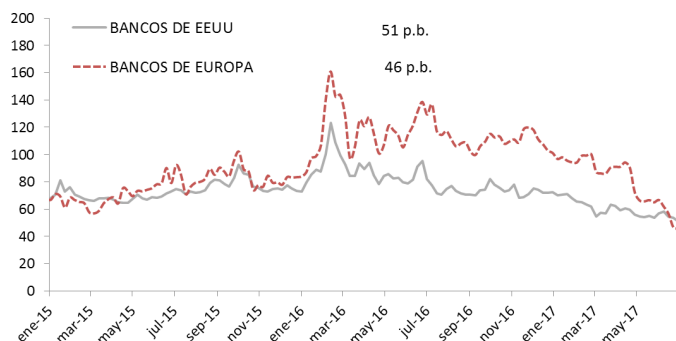
**Gráfico N° 13**  
Precios del oro y petróleo  
(En USD/OTF y USD/barril)



Fuente: Bloomberg

Durante el primer semestre de 2017, el riesgo crediticio del sector bancario medido por los Swaps de Riesgo de Crédito (CDS por sus siglas en inglés) de bancos de EE.UU. disminuyó, debido al buen desempeño reflejado en sus reportes financieros y las expectativas para el sector de una posible reducción de la regulación para el sistema financiero de EE.UU. El riesgo crediticio de bancos de Europa, en línea con los bancos de EE.UU. presentaron reportes financieros positivos y la aversión al riesgo disminuyó debido a la confianza sobre el futuro de la Zona Euro después de las elecciones en Francia (Gráfico N° 14).

**Gráfico N° 14**  
**CDS promedio de bancos de**  
**EE.UU. y Europa**



Fuente: Bloomberg

**Gráfico N° 15**  
**CDS promedio de bancos Chinos**



Fuente: Bloomberg

Los CDS de los principales bancos chinos disminuyeron gradualmente debido a una menor salida de capitales y los esfuerzos de las autoridades de China por reducir el nivel de apalancamiento en los actores económicos (Gráfico N°15).

## 4.2. Reservas Monetarias y de Oro: estrategias de inversión

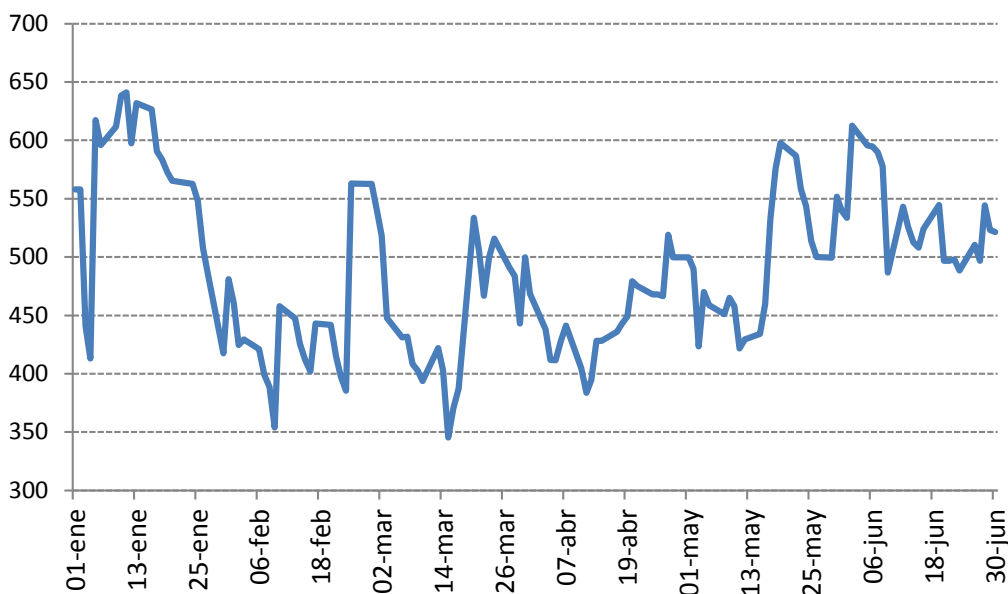
### 4.2.1. Tramo Precautorio

El Tramo Precautorio tiene el objetivo de cubrir las necesidades de liquidez para atender los requerimientos de pagos internacionales y aquellos provenientes de eventos extraordinarios. Está conformado por el Capital de Trabajo, el Portafolio de Liquidez y el Portafolio 0-3 años.

#### 4.2.1.1. Capital de Trabajo

Durante el primer semestre de 2017 el saldo diario del Capital de Trabajo tuvo un promedio de USD 489 millones, con un mínimo de USD 345 millones y un máximo de USD 641 millones (Gráfico N° 16).

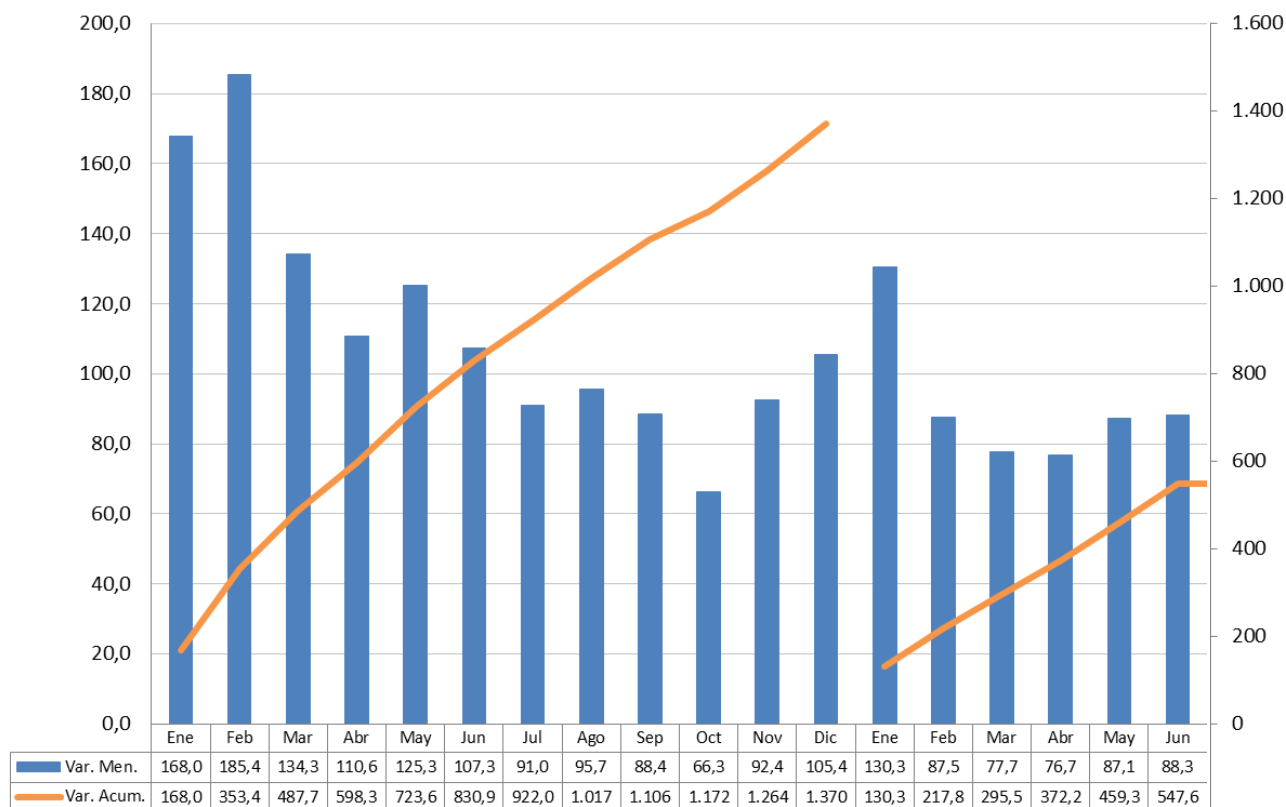
**Gráfico N° 16**  
**Saldos Diarios del Capital de Trabajo**  
**(En Millones de USD)**





El retiro de efectivo en USD de la bóveda del BCB por parte de las entidades financieras durante el primer semestre de 2017 fue de USD 547,6 millones (Gráfico N° 17 y Cuadro N°5).

**Gráfico N° 17**  
**Variación Acumulada de Bóveda**  
**(En millones de USD)**  
**Período: Enero 2016 – Junio 2017**



**Cuadro N° 5**  
**Movimiento Neto de Bóveda**  
**2010-2017**  
**(En millones de USD)**

Movimiento Trimestral de Bóveda								
Periodo	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1er Trimestre	-128,1	-18,5	-14,4	-232,8	-533,5	-372,8	-487,7	-295,5
2do Trimestre	-162,1	-138,2	-316,0	-151,5	-424,2	-345,5	-343,2	-252,1
3er Trimestre	-133,8	96,1	-275,5	-85,8	-368,4	-328,3	-275,1	
4to Trimestre	-214,7	-5,8	-366,7	-148,6	-410,7	-427,4	-264,1	
<b>Total</b>	<b>-638,8</b>	<b>-66,4</b>	<b>-972,5</b>	<b>-618,6</b>	<b>-1.736,8</b>	<b>-1.473,9</b>	<b>-1.370,2</b>	<b>-547,6</b>

Para cubrir esta demanda de efectivo, durante el primer semestre de la gestión 2017 se realizaron seis importaciones de USD en efectivo desde USA, por un total de USD 595,2 millones y se realizaron dos exportaciones por USD 25,3 millones (Cuadro N° 6).

**Cuadro N° 6**  
**Importación y Exportación de Remesas de billetes en USD**  
**Gestión 2017**  
**(En millones de USD)**

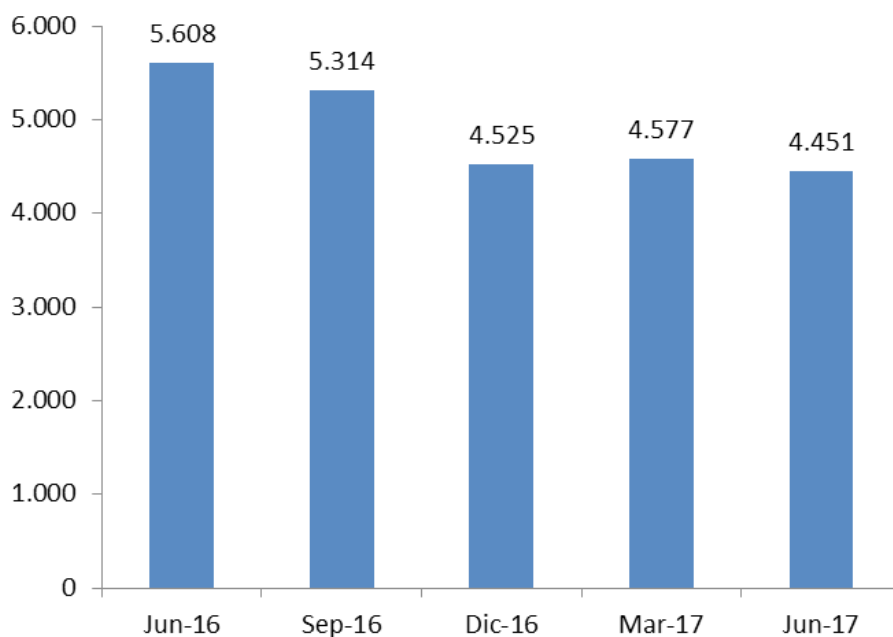
Mes	Remesas		
	Importación	Exportación	Importación Neta
Enero	0,0	0,0	0,0
Febrero	198,4	12,5	185,9
Marzo	99,2	0,0	99,2
<b>Total 1er Trim.</b>	<b>297,6</b>	<b>12,5</b>	<b>285,1</b>
Abril	0,0	12,8	-12,8
Mayo	198,4	0,0	198,4
Junio	99,2	0,0	99,2
<b>Total 2do Trim.</b>	<b>297,6</b>	<b>12,8</b>	<b>284,8</b>
<b>Total 2017</b>	<b>595,2</b>	<b>25,3</b>	<b>569,9</b>

#### 4.2.1.2. Portafolios de Liquidez y de 0-3 años

##### *Portafolio de Liquidez*

Al 30 de junio de 2017, el Portafolio de Liquidez alcanzó USD 4.451 millones, menor en aproximadamente USD 74 millones a diciembre de 2016 debido a las transferencias hacia el Capital de Trabajo para atender las necesidades de liquidez (Gráfico N° 18).

**Gráfico N° 18**  
**Evolución del Portafolio de Liquidez**  
**(En millones de USD)**



La estrategia principal de inversión del portafolio fue mantener un elevado nivel en la liquidez y calidad crediticia de las inversiones, con vencimientos distribuidos de manera uniforme a lo largo del año.

### Portafolio de 0-3 años

El Portafolio de 0-3 años se incrementó de USD 505 millones en diciembre de 2016 a USD 509 millones en junio de 2017, un incremento de USD 4 millones debido a las ganancias generadas por las inversiones.

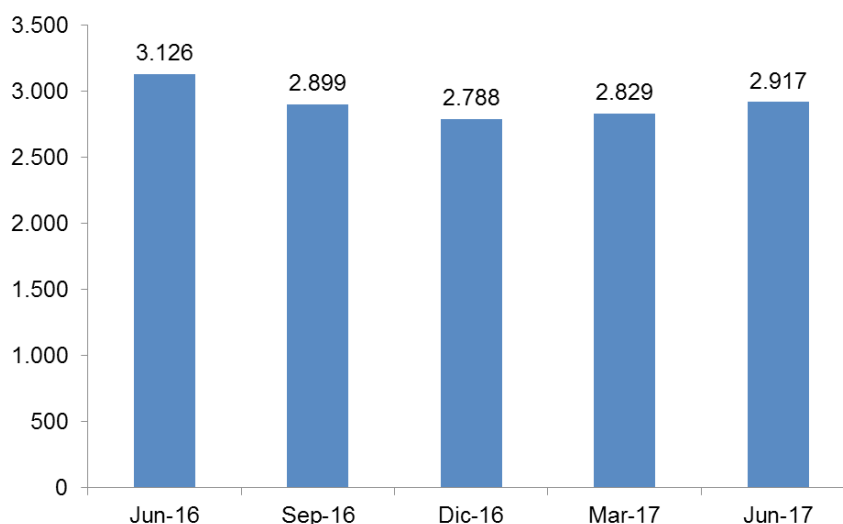
Durante el primer semestre de 2017, las inversiones del Portafolio de 0-3 años estuvieron orientadas a aprovechar las volatilidades de los mercados con estrategias de curva y de spread; se mantuvieron estrategias de spread coberturadas mediante posiciones cortas en Eurodólares, y lograr capturar los atractivos niveles de tasas de los instrumentos de spread respecto a los tesoros de EE.UU.

En el Anexo 1 se detallan las estrategias y resultados de los Portafolios que componen el Tramo Precautorio.

#### 4.2.2. Tramo de Inversión

El Tramo de Inversión busca diversificar la inversión de las reservas internacionales e incrementar su valor en un horizonte de largo plazo y está conformado por el Portafolio Global compuesto por inversiones en EUR, CAD, AUD y CNH/CNY y el Portafolio de Mediano Plazo 0-5 años.

Gráfico N° 19  
Evolución del Tramo de Inversión  
(En millones de USD)



El valor del tramo se incrementó en el primer semestre de 2017 de USD 2.788 millones a USD 2.917 millones, por la valoración del Portafolio Global, que se benefició de la apreciación de las monedas que lo componen respecto al dólar estadounidense.

En los Portafolios Euro, CAD, AUD y CNH/CNY se mantuvieron las exposiciones a cada una de las monedas sin modificaciones respecto a diciembre de 2016, incrementándose su valor en moneda origen por los ingresos recibidos de las inversiones. Al 30 de junio de 2017, el valor de mercado de cada uno de los portafolios mencionados alcanza a EUR 830 millones, CAD 369 millones, AUD 393 millones y CNH/CNY 4.355 millones.

Durante el primer semestre no se efectuaron inversiones en el portafolio Euro, mientras que la estrategia principal de inversión de los Portafolios CAD, AUD y CNH/CNY fue la de mantener exposiciones en instrumentos de spread, a través de inversiones en emisiones de agencias de gobierno, supranacionales y bancarias, diversificando los portafolios de manera adecuada en diferentes países, plazos y emisores.

El Portafolio de Mediano Plazo 0-5 años mantuvo una estrategia de inversión a vencimiento en instrumentos de spread con atractivas tasas de interés y en emisores con elevadas calificaciones de riesgo. Por otro lado, se realizó la transferencia de USD 5,7 millones, por concepto de pago de cupones, al Portafolio de Liquidez, cumpliendo la determinación del Directorio del BCB, de fortalecer el Tramo Precautorio.

En el Anexo 2 se detallan las estrategias y resultados de los portafolios que conforman el Tramo de Inversión.

#### 4.2.3. Fondo de Promoción para la Inversión en Exploración y Explotación Hidrocarburífera (FPIEEH)<sup>3</sup>

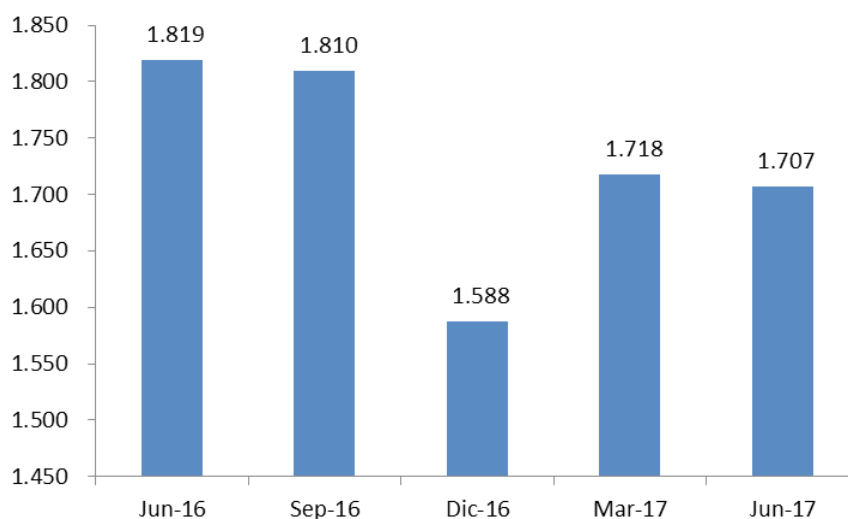
El artículo 13 de la Ley N° 767 y el artículo 16 del D.S. 2830, establecen que los recursos del Fondo de Promoción a la Inversión en Exploración y Explotación de Hidrocarburos (PIEEH), serán transferidos en custodia al Banco Central de Bolivia (BCB), el cual los invertirá considerando la normativa para la inversión de las Reservas Internacionales bajo los criterios de liquidez, preservación de capital, diversificación y rentabilidad.

Al 30 de junio de 2017 el valor del portafolio FPIEEH alcanzó a USD 157 millones, como resultado de los aportes realizados mensualmente y los ingresos generados por las inversiones. La estrategia de inversión del portafolio se enfocó en alcanzar una diversificación adecuada en cuanto a sectores, países y tramos; así como otorgarle una adecuada liquidez al portafolio, manteniendo retornos atractivos como se detalla en el Anexo 3.

#### 4.2.4. Portafolio Oro

Durante el primer semestre de 2017, el valor del Portafolio de oro se incrementó de USD 1.588 millones a USD 1.707 millones, un incremento de USD 119 millones (Gráfico N° 20), por la subida en el precio internacional del oro, debido al desvanecimiento del optimismo sobre la aplicación de políticas de estímulo fiscal por parte de la administración de Donald Trump, así como un mayor nivel de riesgo geopolítico derivado de las declaraciones entre el Presidente Trump y su homólogo de Corea del Norte, lo cual generó mayor demanda del oro como activo refugio.

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



<sup>3</sup> Este fondo forma parte de las RIN desde el 17 de agosto de 2016 con un aporte inicial de USD 69,2 millones.

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

En el segundo trimestre de 2017 los ingresos por la inversión de las reservas internacionales ascendieron a USD 25,8 millones con una tasa de retorno de 0,27% (Cuadro N° 7). Las reservas monetarias internacionales generaron ingresos por USD 24 millones equivalente a una tasa de retorno de 0,31%, en tanto que las inversiones de oro obtuvieron un ingreso de USD 1,8 millones con una tasa de retorno de 0,1%.

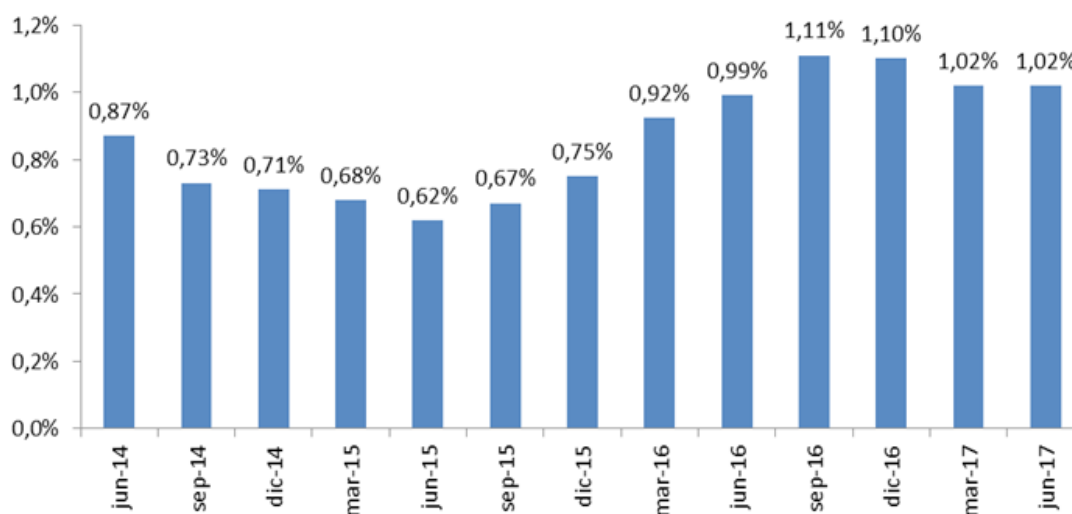
Desde inicio de año los ingresos ascienden a USD 50,9 millones con una tasa de retorno de 0,54%, mientras que las reservas monetarias internacionales generaron ingresos por USD 46,8 millones equivalente a una tasa de retorno de 0,61%, en tanto que las inversiones de oro obtuvieron un ingreso de USD 4,1 millones con una tasa de retorno de 0,24%.

Cuadro N° 7  
Rendimiento e Ingresos por la inversión de las Reservas Internacionales\*

	1° trimestre 2017		2° trimestre 2017		Enero - Junio 2017	
	Ingresos (En miles de USD)	Retorno	Ingresos (En miles de USD)	Retorno	Ingresos (En miles de USD)	Retorno
CAPITAL DE TRABAJO	300	0,14%	392	0,22%	692	0,36%
PORTAFOLIO DE LIQUIDEZ	13.309	0,31%	15.481	0,36%	28.790	0,67%
PORTAFOLIO 0-3 AÑOS	1.949	0,39%	1.644	0,32%	3.593	0,71%
<b>TOTAL TRAMO PRECAUTORIO</b>	<b>15.558</b>	<b>0,31%</b>	<b>17.517</b>	<b>0,35%</b>	<b>33.075</b>	<b>0,66%</b>
PORTAFOLIO 0-5 AÑOS	2.020	0,40%	2.038	0,40%	4.058	0,80%
PORTAFOLIO GLOBAL	5.262	0,23%	4.400	0,20%	9.662	0,43%
<b>TOTAL TRAMO DE INVERSIÓN</b>	<b>7.281</b>	<b>0,27%</b>	<b>6.439</b>	<b>0,24%</b>	<b>13.720</b>	<b>0,50%</b>
<b>TOTAL RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES</b>	<b>22.839</b>	<b>0,30%</b>	<b>23.956</b>	<b>0,31%</b>	<b>46.795</b>	<b>0,61%</b>
PORTAFOLIO ORO	2.319	0,13%	1.798	0,10%	4.118	0,24%
<b>TOTAL RESERVAS INTERNACIONALES</b>	<b>25.159</b>	<b>0,27%</b>	<b>25.754</b>	<b>0,27%</b>	<b>50.913</b>	<b>0,54%</b>

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

Gráfico N° 21  
Evolución del retorno a 12 meses de las Reservas Internacionales



El retorno a 12 meses, se ha mantenido constante respecto al trimestre anterior debido a que no se registraron cambios relevantes en las condiciones económicas. En este período se registraron datos económicos positivos en Estados Unidos y China, pero también se generó incertidumbre sobre la capacidad del gobierno estadounidense para la implementación de medidas propuestas.

Desde inicio de gestión, los portafolios de Liquidez, 0-3 años, 0-5 años y Global generaron retornos por encima de sus comparadores. (Cuadro No. 8).

Cuadro N°8  
Rendimiento de los Portafolios en comparación con sus Benchmarks(\*)

	1° trimestre de 2017			2° trimestre de 2017			Enero-Junio 2017		
	Portafolio	Benchmark	Dif. (En pb)	Portafolio	Benchmark	Dif. (En pb)	Portafolio	Benchmark	Dif. (En pb)
Capital de Trabajo	0,14%	0,15%	-1	0,22%	0,21%	1	0,36%	0,36%	0
Portafolio de Liquidez	0,31%	0,29%	2	0,36%	0,31%	4	0,67%	0,60%	7
Portafolio 0-3 años	0,39%	0,22%	17	0,32%	0,18%	15	0,71%	0,39%	32
Portafolio 0-5 años	0,40%	0,31%	9	0,40%	0,32%	8	0,80%	0,63%	17
Portafolio Global	0,23%	0,09%	14	0,20%	-0,04%	24	0,43%	0,06%	37
<b>Total Reservas Monetarias Internacionales</b>	<b>0,30%</b>	<b>0,23%</b>	<b>7</b>	<b>0,31%</b>	<b>0,21%</b>	<b>10</b>	<b>0,61%</b>	<b>0,43%</b>	<b>17</b>

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

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

## 5.1. Cumplimiento de normas y límites

El Departamento de Control de Inversiones certifica que durante el segundo trimestre de 2017 en todas y cada una de las inversiones de las reservas internacionales se cumplieron las normas, límites y lineamientos de inversión establecidos por el Directorio del BCB y por el Comité de Reservas Internacionales (CRI).

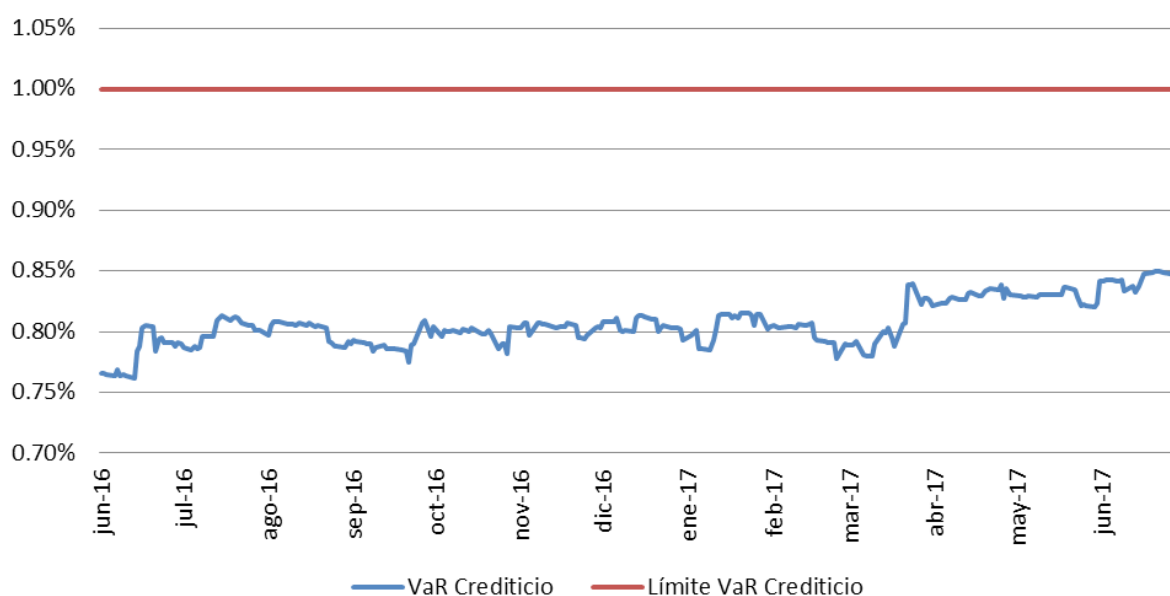
## 5.2. Riesgo crediticio

### 5.2.1. VaR crediticio

La máxima pérdida estimada por un evento de riesgo crediticio (default) con un nivel de confianza de 99,9% para el total de las reservas monetarias internacionales se ha mantenido por debajo de 1% (Gráfico N° 22).

El riesgo crediticio se incrementó levemente durante el segundo trimestre debido al incremento de posiciones en el Portafolio de Liquidez con inversiones en instrumentos con calificación crediticia A.

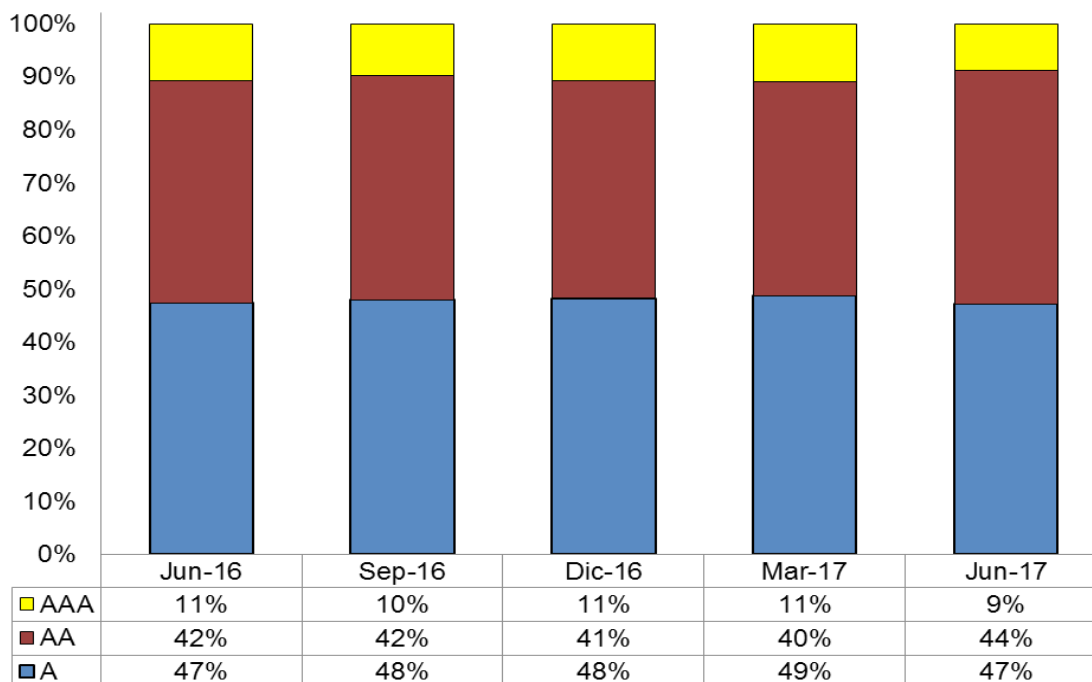
Gráfico N° 22  
VaR CREDITICIO  
RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES



### 5.2.2. Composición por calificación de riesgo crediticio

Durante el período abril-junio de 2017 y con relación al primer trimestre de la gestión, las inversiones A disminuyeron en 2% debido al vencimiento de depósitos de oro con calificación A y la constitución de nuevos depósitos en JPMorgan Chase Bank con mayor calificación crediticia (AA-), la reducción de la exposición a entidades AAA se debe al vencimiento de títulos en una agencia alemana con calificación crediticia AAA y nuevas constituciones en entidades AA, por lo que las inversiones con calificación crediticia AA se incrementaron en 4 puntos porcentuales, tal como se presenta en el siguiente gráfico.

Gráfico N° 23  
Total Reservas Internacionales  
Composición por calificación crediticia



### 5.2.3. Cambios en la calificación crediticia

En fecha 23 de mayo de 2017, la agencia calificadora Fitch subió la calificación de emisor de largo plazo de la agencia Credit Agricole de A a A+, con perspectiva estable, entidad bancaria donde el BCB mantiene una posición de USD330 millones. La modificación de calificación refleja la implementación de un menor apetito por riesgo combinado con una mejora en la capitalización del banco. El grupo implementó exitosamente su plan estratégico, que incluye acciones de desapalancamiento y un sustancial fortalecimiento de su capitalización y liquidez. El banco se beneficia de su fuerte franquicia de depósitos de sus operaciones domésticas. Cerca del 65% del total de su financiamiento proviene de depósitos de clientes.

Cuadro N°9  
Cambios en Calificación Crediticia

#### INCREMENTO DE CALIFICACIÓN

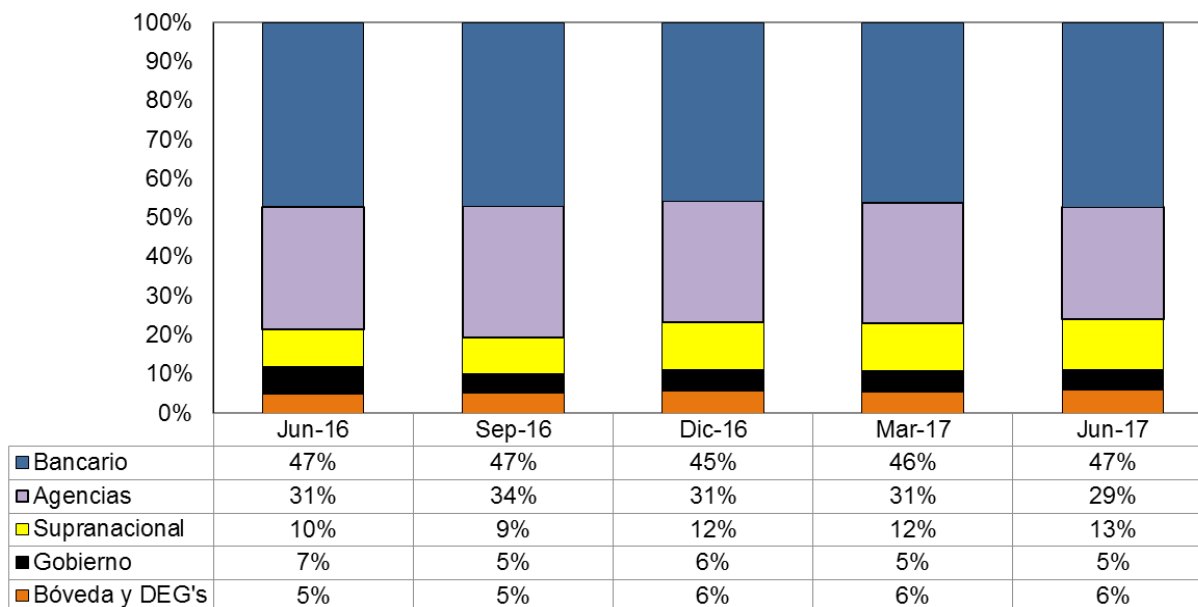
Entidad /País	País	Calificación de Largo Plazo		Fecha de último cambio
		DE	A	
<b>Agencias</b>				
CREDIT AGRICOLE CIB	France	A	A+	23-May-17



### 5.2.4. Composición por sector

Con relación al trimestre anterior, las inversiones en agencias gubernamentales disminuyeron en 2 puntos porcentuales; en tanto que las inversiones en el sector bancario y en organismos supranacionales se incrementaron en 1 punto porcentual, manteniendo una buena calidad crediticia de las inversiones (Gráfico N° 24).

Gráfico N° 24  
Composición del total de Reservas Internacionales por sector de inversión

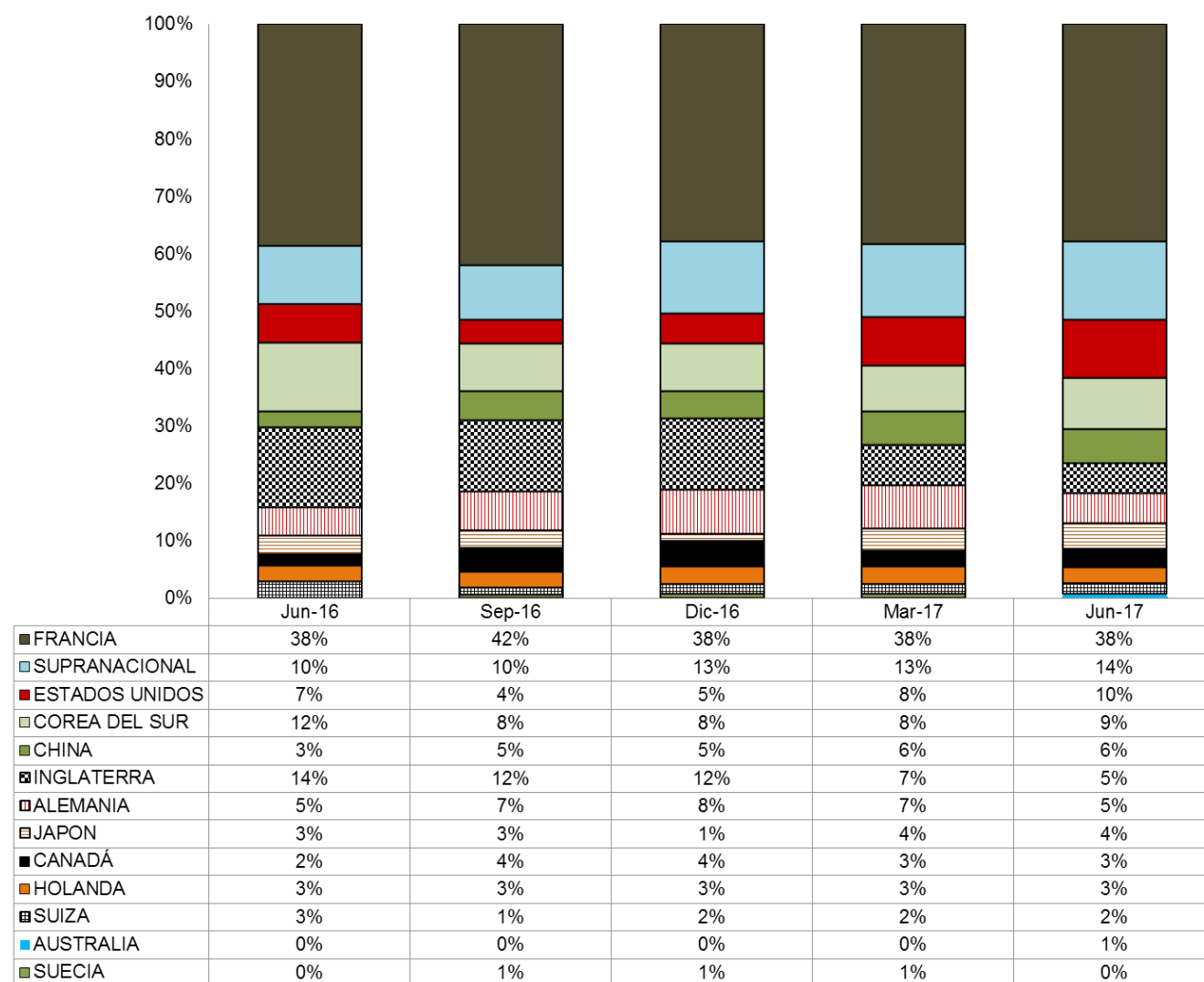


Por otra parte, dentro de cada sector se mantuvieron niveles adecuados de diversificación. Entre abril y junio de 2017, la exposición por agencia y por entidad supranacional no superó el 15% de las reservas monetarias internacionales y la exposición por banco no superó el 5%.

### 5.2.5. Composición por país

Al 30 de junio de 2017, el 38% de las Reservas Internacionales se encuentran invertidas en Francia, el 14% en organismos supranacionales y 10% en Estados Unidos. Durante el segundo trimestre se incrementaron las inversiones en entidades supranacionales, Corea del Sur, Estados Unidos y Australia, tal como se presenta en el Gráfico N° 25.

Gráfico N° 25  
Composición del total de Reservas Internacionales por país (\*)

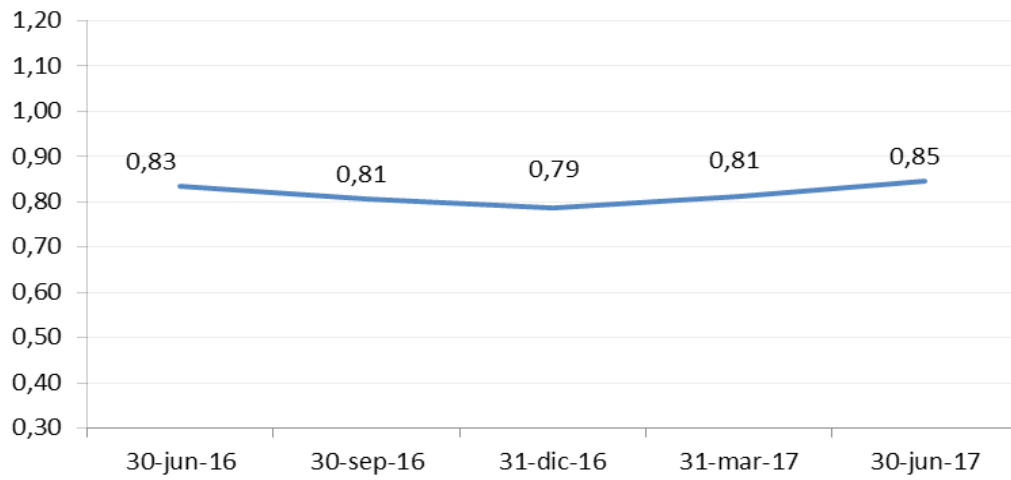


(\*) No incluye Bóveda y DEG's

### 5.3. Riesgo de mercado

A junio de 2017, la duración de las reservas internacionales ascendió a 0,85 años equivalente a 10 meses. Con relación a marzo de la presente gestión, la duración se incrementó levemente debido a la reinversión en títulos con mayor plazo de inversión en dólares australianos y canadienses del portafolio Global. 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° 26).

**Gráfico N° 26**  
**Duración de las Reservas Internacionales**



## 6. Perspectivas para el segundo semestre de 2017

Para el segundo semestre de 2017, se espera un mejor desempeño liderado por el crecimiento económico en las economías desarrolladas.

Se estima una mejora en el crecimiento económico de EE.UU., impulsado principalmente por las expectativas de aplicación de estímulos fiscales que deberían consolidarse a medida que los legisladores de EE.UU. alcancen acuerdos en el Congreso. Sin embargo, se espera que la incertidumbre continúe respecto a la forma en que el Presidente Trump implementará sus políticas fiscales. De la misma manera, las expectativas se concentrarán en la próxima reconfiguración del Congreso de EE.UU.

Con relación a la política monetaria de EE.UU., en el tercer trimestre de 2017 no se proyectan mayores incrementos de la tasa de interés de referencia del FED, sin embargo, se espera un incremento adicional de 25 p.b. para finales de 2017 alcanzando un rango de 1,25% y 1,50%.

En la Zona Euro, los indicadores económicos continuarían evolucionando positivamente, concentrando la atención del BCE en el desempeño de la inflación como indicador clave para determinar la efectividad de la implementación de la política monetaria realizada hasta el momento. En este contexto, no se espera que el BCE modifique su tasa de interés de referencia en los siguientes meses, incrementándose sin embargo, la posibilidad de que en el siguiente trimestre de señales para la reducción del estímulo monetario durante el 2018.

Por otro lado, el riesgo político podría continuar en este período, debido a la cercanía de las elecciones federales que se realizarán en Alemania el 24 de septiembre, en las que Angela Merkel aún mantiene una ventaja sobre los otros candidatos.

Con relación a China, se espera que mantenga niveles de crecimiento elevados como los actuales, finalizando el año 2017 con un crecimiento de 6,7% de acuerdo al Fondo Monetario Internacional. En Australia, se mantendrían estables las condiciones macroeconómicas en línea con la evolución alcista de los precios internacionales de los *commodities*. En Canadá habría un mejor desempeño productivo liderado por una mayor producción en el sector petrolero.

En este contexto, la administración de las reservas internacionales continuará implementando estrategias conservadoras de inversión, haciendo un seguimiento de cerca de su evolución y buscando principalmente la seguridad y liquidez de las inversiones.

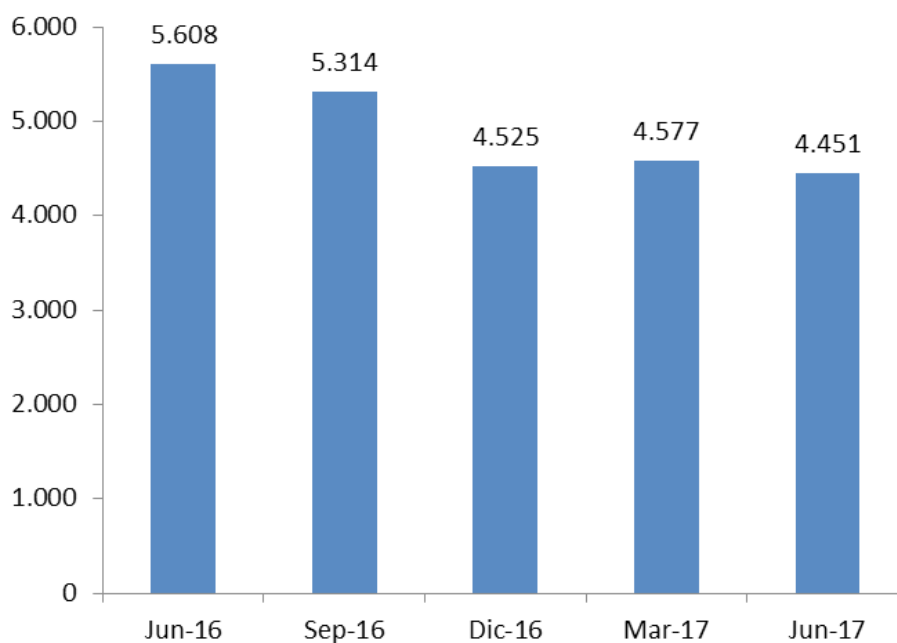
# Anexo 1

## Estrategias de inversión y resultados de la administración de los portafolios del Tramo Precautorio

### 1. Portafolio de Liquidez

Al 30 de junio de 2017, el Portafolio de Liquidez alcanzó USD 4.451 millones, menor en aproximadamente USD 74 millones a diciembre de 2016 debido a las transferencias hacia el Capital de Trabajo para atender las necesidades de liquidez. (Gráfico A1.1).

Gráfico A1.1  
Evolución del valor del portafolio  
(En millones de USD)

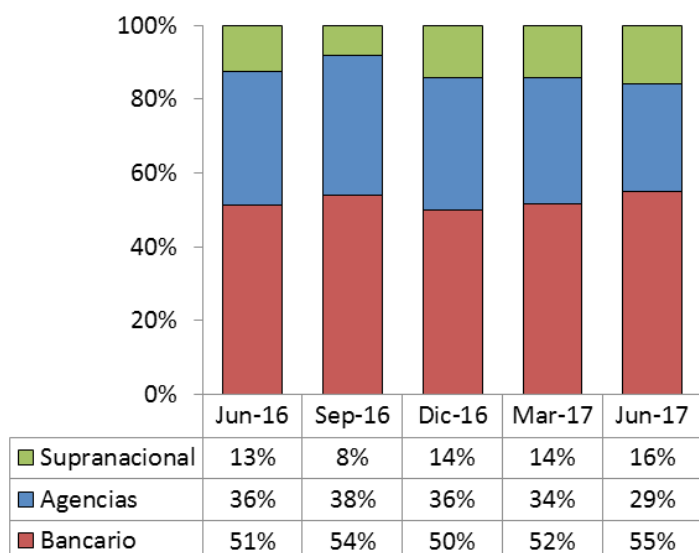


La estrategia principal de inversión del portafolio fue mantener un elevado nivel en la liquidez y calidad crediticia de las inversiones, permitiendo atender los requerimientos de liquidez.

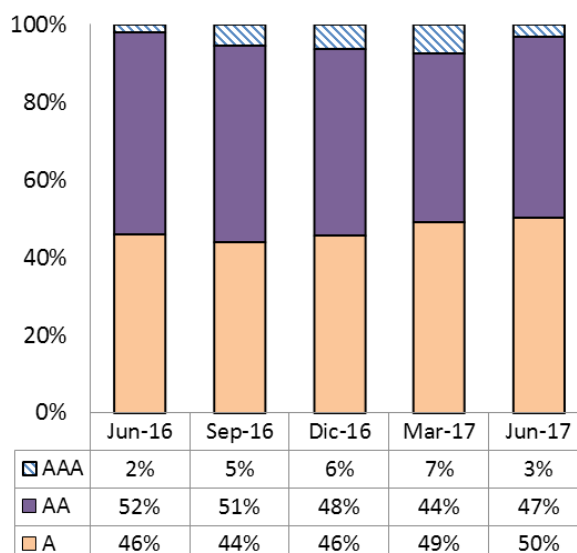
La exposición por sector muestra un incremento en la exposición al sector bancario de 50% a 55% y al sector de supranacionales de 14% a 16%, por los mayores rendimientos de las emisiones, mientras que la exposición a agencias de gobierno se redujo de 36% a 29% (Gráfico A1.2).

La calidad crediticia del portafolio continúa siendo elevada, la exposición a emisores A es 50% a emisores AA es de 47% y 3% a emisores AAA (Gráfico A1.3).

**Gráfico A1.2**  
Estructura por sector

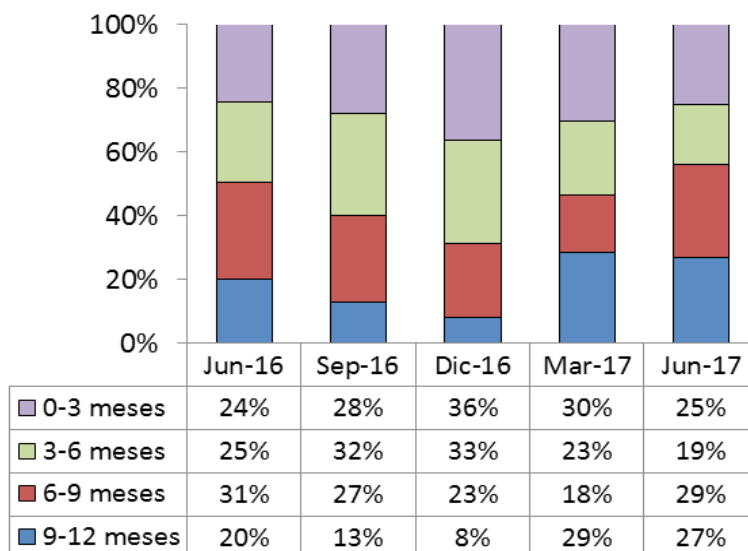


**Gráfico A1.3**  
Estructura por calificación crediticia



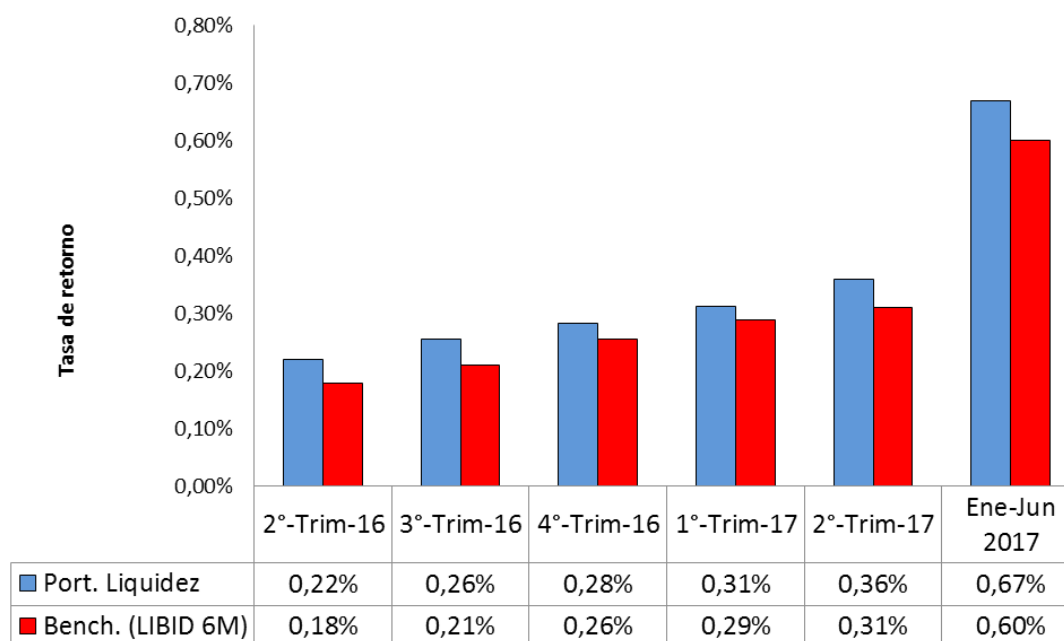
Respecto al plazo de inversión, el portafolio finalizó el primer semestre de 2017 con un 29% concentrado en el tramo de 6 a 9 meses, 27% en el tramo entre 9 meses y 1 año, 19% entre 3 a 6 meses y el restante 25% en el tramo más corto hasta 3 meses (Gráfico A1.4). Esta estructura refleja la apropiada distribución de vencimientos y permite aprovechar el empinamiento de la curva del mercado monetario dado el incremento de las expectativas de subidas de tasas por parte del FED.

**Gráfico A1.4**  
Estructura por plazo



Las estrategias de inversión empleadas durante el primer semestre de 2017 permitieron generar un retorno de 0,67%, 7 p.b. por encima del comparador referencial (Gráfico A1.5).

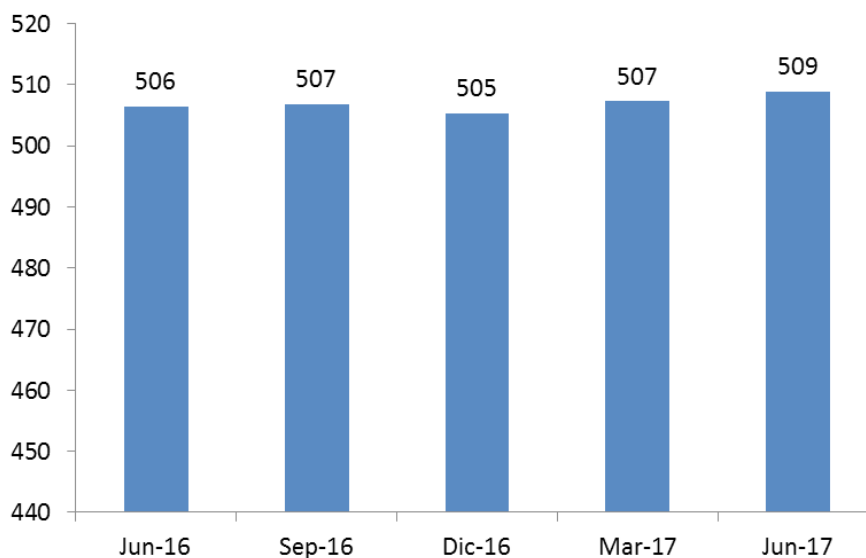
**Gráfico N° A1.5**  
**Retorno del portafolio**



## 2. Portafolio 0-3 años

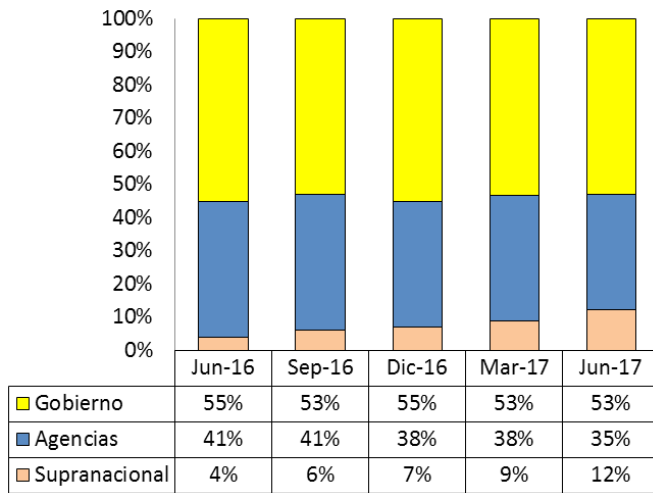
El valor del portafolio al 30 de junio de 2017 alcanzó USD 509 millones, aproximadamente USD 4 millones mayor en relación a diciembre 2016, debido a las ganancias generadas por las inversiones (Gráfico N° A1.6).

**Gráfico N° A1.6**  
**Evolución del valor del portafolio**  
**(En millones de USD)**

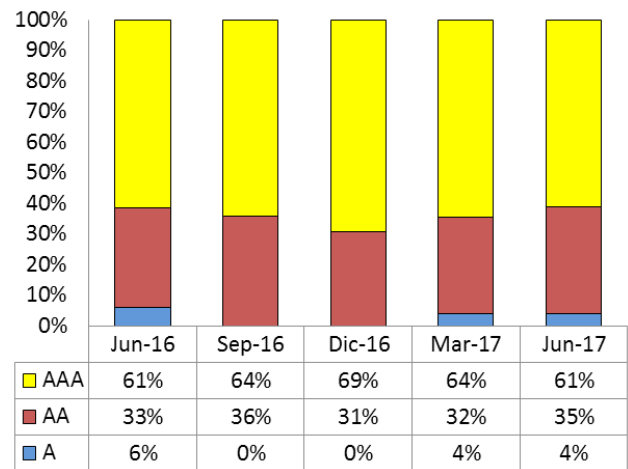


Durante el primer semestre de 2017, las inversiones del portafolio se enfocaron en incrementar el retorno a través de estrategias de spread coberturadas y aprovechar las volatilidades de los mercados financieros con estrategias de duración y de curva. Se redujo la exposición del portafolio a títulos de gobierno de 55% a 53% y de agencias de gobierno de 38% a 35%, por otro lado, se incrementó la entidades supranacionales de 7% a 12% (Gráfico N° A1.7).

**Gráfico N° A1.7**  
Estructura por sector



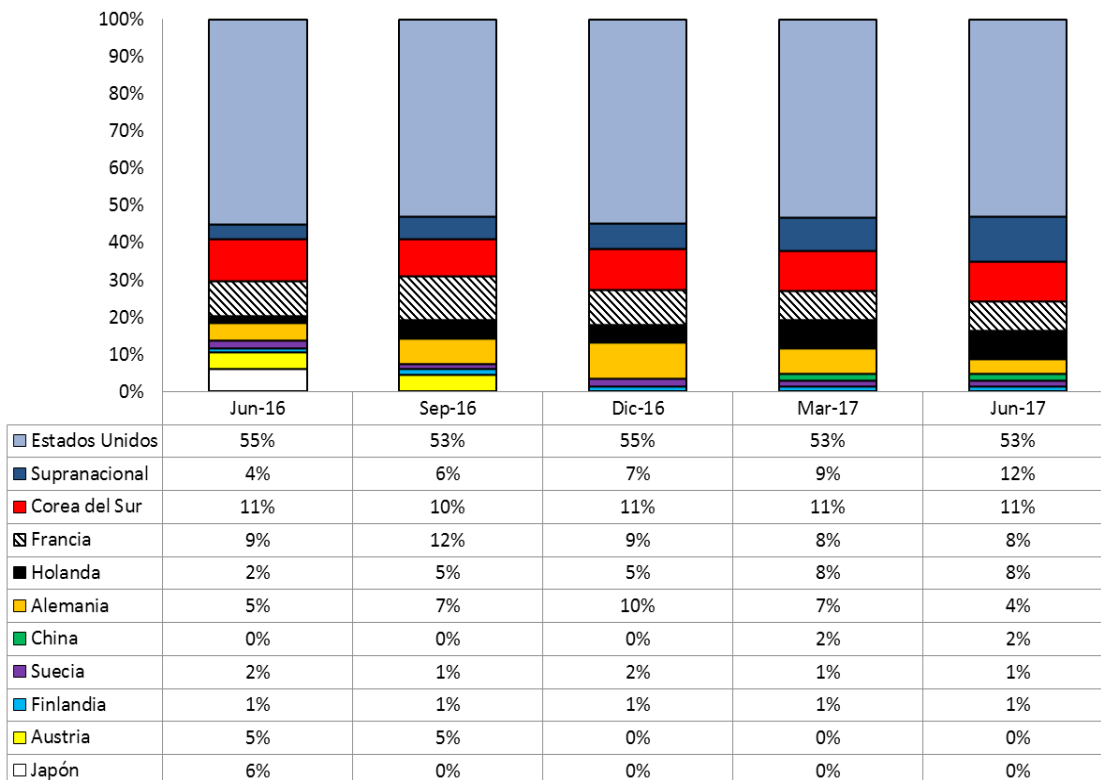
**Gráfico N° A1.8**  
Estructura por calificación crediticia



El portafolio redujo la exposición a títulos con calificación crediticia AAA de 69% a 61%, por otro lado, incremento su exposición a títulos con calificación crediticia de AA de 31% a 35% y de A de 0% a 4%. Lo que refleja que el portafolio mantiene inversiones en emisores de alta calidad crediticia. (Gráfico N° A1.8).

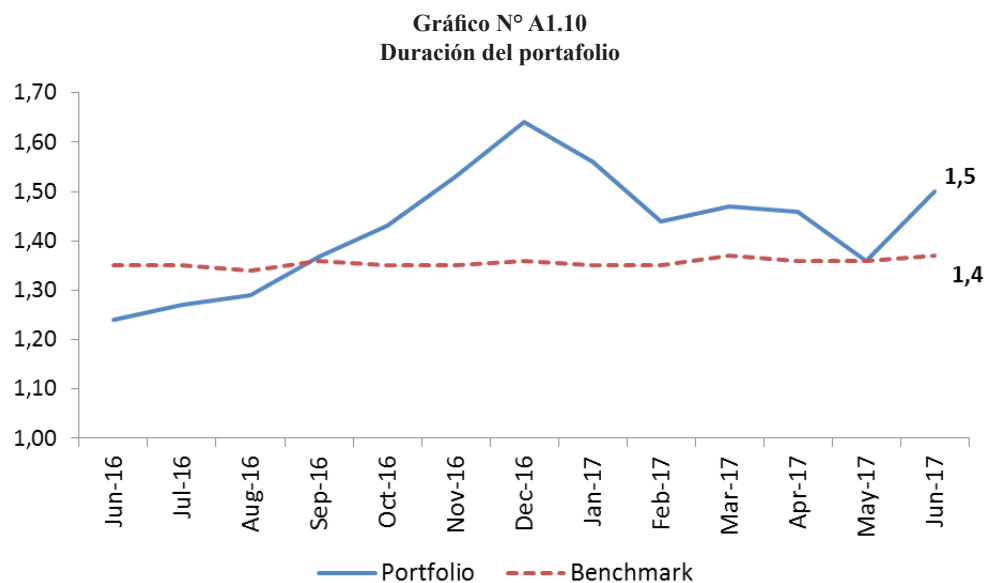
La diversificación por país es adecuada, con inversiones en 8 países diferentes y organismos supranacionales, siendo EE.UU. la mayor exposición con el 53% seguida de Corea del Sur con 11%, Francia y Holanda con 8% respectivamente (Gráfico N° A1.9).

**Gráfico N° A1.9**  
Estructura por país



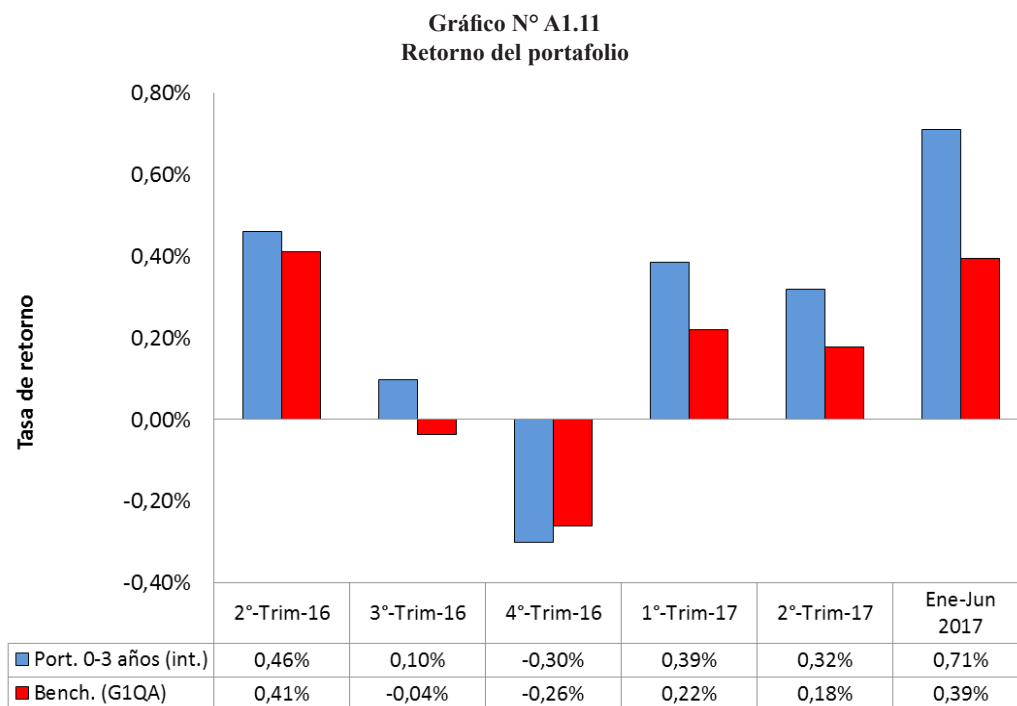


Durante el primer semestre, los riesgos geopolíticos y las decisiones de política monetaria del FED generaron cierta incertidumbre en la dirección de las tasas de interés, por lo que el portafolio se mantuvo en general con una duración similar al comparador referencial y de esta forma se redujo en cierta medida los impactos de movimientos inesperados en las tasas de interés en el mercado. (Gráfico N° A1.10).



Además, durante el semestre se mantuvieron las estrategias de spread coberturas mediante posiciones cortas en Eurodólares, a fin de aprovechar los atractivos niveles de tasas de los instrumentos de spread respecto a los tesoros de EE.UU.

Estas estrategias permitieron generar un rendimiento en el año de 0,71%, 32 p.b. por encima de su comprador referencial, reflejando la adecuada administración del portafolio (Gráfico N° A1.11).



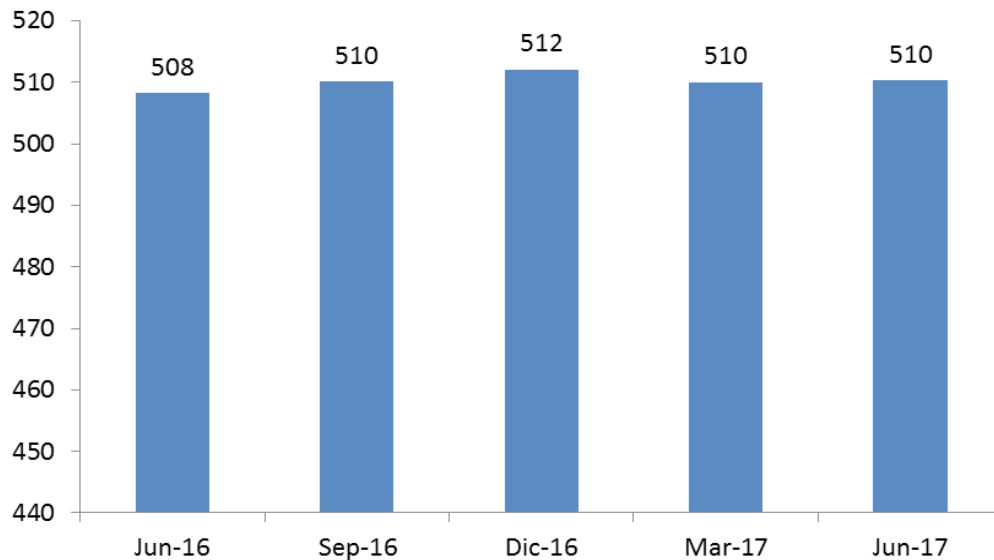
# Anexo 2

## Estrategias de inversión y resultados de la administración de los portafolios del Tramo de Inversión

### 1. Portafolio de Mediano Plazo 0 - 5 años

Al 30 de junio de 2017, el valor del portafolio alcanzó a USD 510 millones, similar al valor en diciembre de 2016 (Gráfico N° A2.1). Adicionalmente, se realizaron transferencias de recursos provenientes del pago de cupones hacia el Portafolio de Liquidez cumpliendo con la decisión del Directorio de fortalecer el Tramo Precautorio.<sup>4</sup>

Gráfico N° A2.1  
Evolución del valor del portafolio  
(En millones de USD)

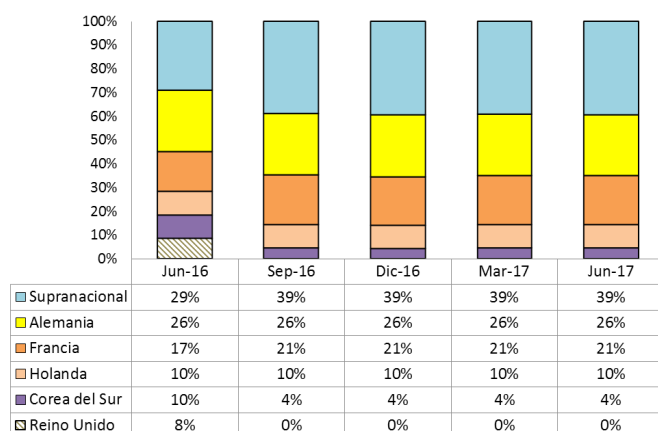


Mediante Acta N° 034/2017 del 27 de junio de 2017, el Directorio del BCB, determinó la transferencia del Portafolio 0-5 años al Portafolio de Liquidez – Tramo Precautorio a medida que las inversiones en títulos y sus cupones venzan.

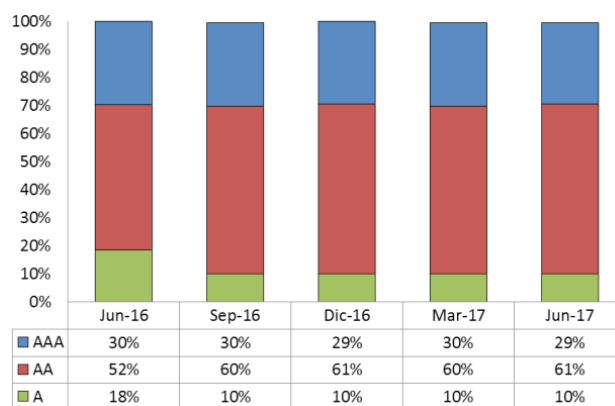
Al 30 de junio de 2017, el portafolio mantiene inversiones en cuatro países y entidades supranacionales, mostrando una adecuada diversificación. Las mayores exposiciones son Alemania con 26% y Francia 21% (Gráfico N° A2.2). Los títulos que conforman el portafolio son de alta calidad crediticia, con el 29% de las inversiones en emisores AAA, 61% en emisores AA y 10% en emisores A (Gráfico N° A2.3).

<sup>4</sup> Se realizaron tres transferencias en fecha 22 de febrero, 17 de marzo y 30 de junio de 2017 por un total de 5,7 millones.

**Gráfico N° A2.2**  
Estructura por país

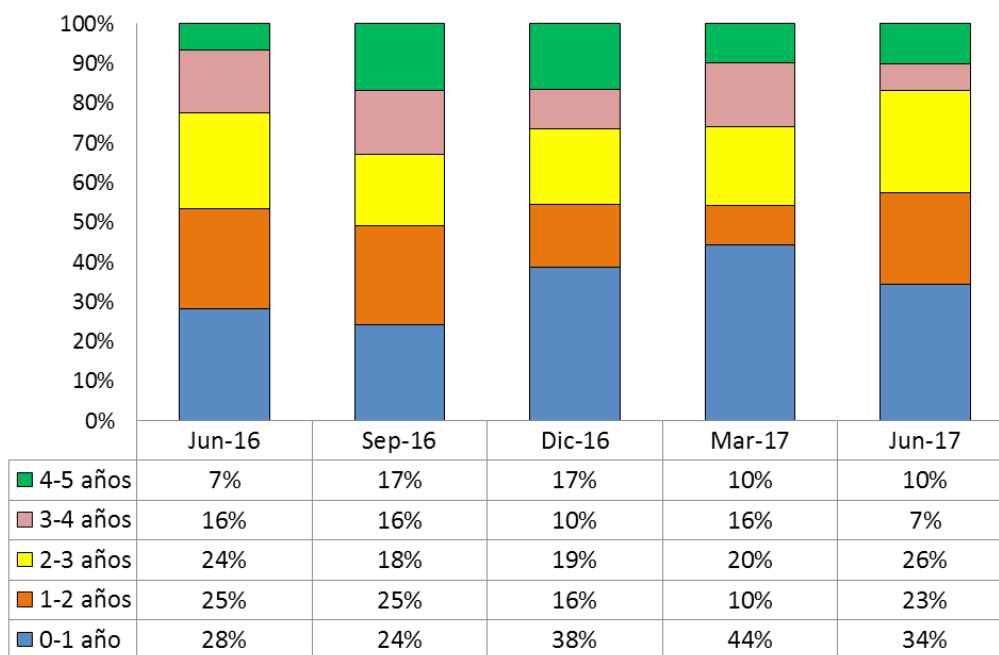


**Gráfico N° A2.3**  
Estructura por calificación crediticia



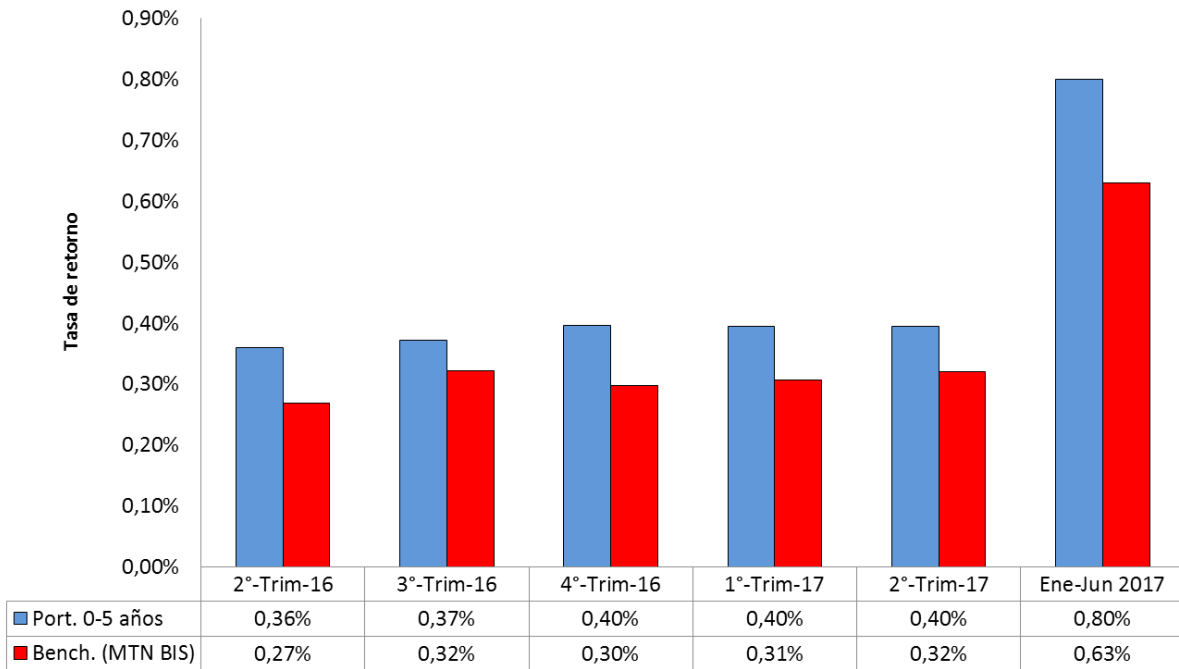
Respecto al plazo de inversión, 57% del portafolio está invertido en el tramo de 0 a 2 años, 33% en el tramo de 2 a 4 años y los restantes 10% en el tramo de 4 a 5 años (Gráfico N° A2.4).

**Gráfico N° A2.4**  
Estructura por plazo



Las inversiones realizadas permitieron generar un retorno de 0,80%, 17 p.b. por encima del comparador referencial (Gráfico N° A2.5).

**Gráfico N°A2.5**  
**Retorno del Portafolio**

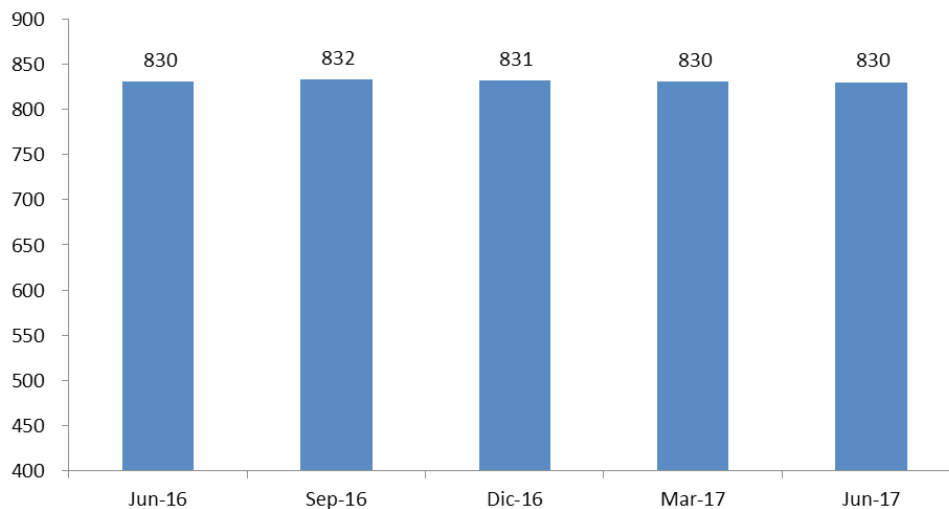


## 2. Portafolio Global

### 2.1. Inversiones en Euros

Al 30 de junio de 2017, el portafolio alcanzó un valor de EUR 830 millones, similar a la registrada en diciembre de 2016. (Gráfico N° A2.6).

**Gráfico N° A2.6**  
**Evolución del valor del portafolio**  
**(En millones de EUR)**

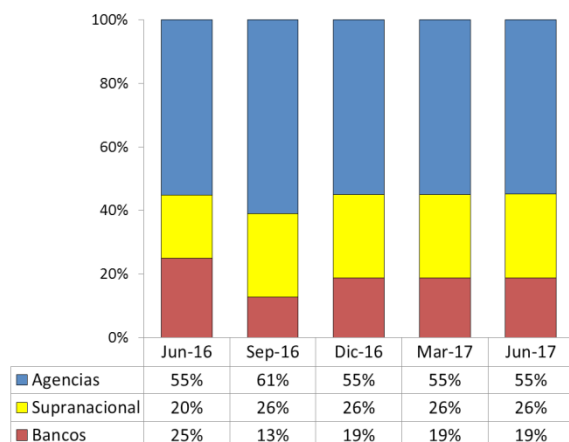


Durante el primer semestre de 2017, no se registraron vencimientos en el portafolio, sin embargo, gran parte de las alternativas de inversión todavía ofrece tasas negativas.

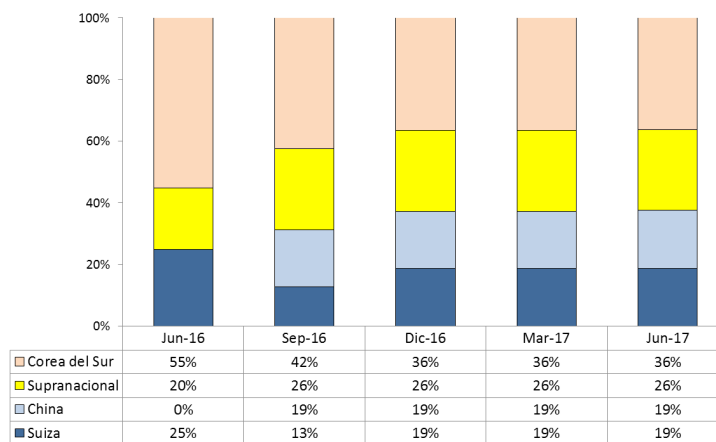
La composición por sector se mantuvo sin modificaciones en el semestre, con una exposición a agencias de 55%, supranacionales de 26%, y al sector bancario de 19% (Gráfico N° A2.7).

La estructura por país también se mantuvo constante, con una exposición de 36% en Corea del Sur, 26% en supranacionales y 19% en Suiza y China respectivamente (Gráfico N° A2.8).

**Gráfico N° A2.7**  
Estructura del Portafolio por Sector



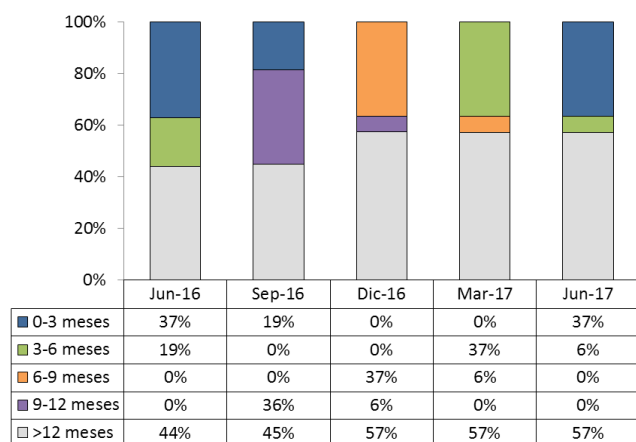
**Gráfico N° A2.8**  
Estructura del Portafolio por País y Supranacional



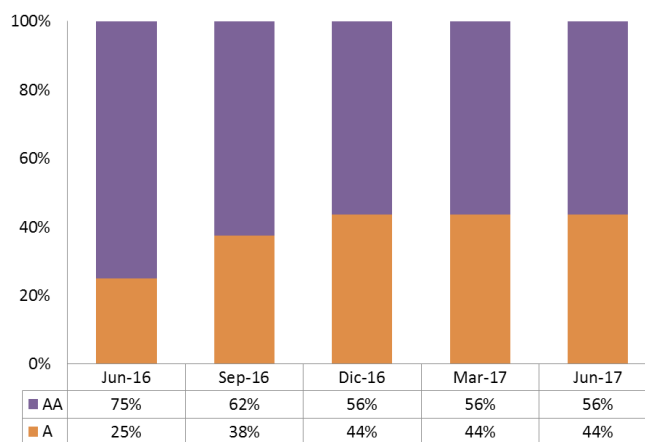
Dada la persistencia de tasas cercanas a 0% o negativas, durante el primer semestre de 2017 en la Zona Euro, la estructura por plazos se concentró principalmente en el tramo mayor a 12 meses con una participación de 57%, mientras que en el tramo de 3 a 6 meses fue de 6% y finalmente en el tramo de 0 a 3 meses la participación fue de 37%, como resultado del proceso de maduración de las inversiones (Gráfico N° A2.9).

El riesgo crediticio del portafolio al 30 de junio de 2017 no mostró variaciones con relación a diciembre de 2016, con 56% de las inversiones en emisiones AA y 44% en A (Gráfico N° A2.10).

**Gráfico N° A2.9**  
Estructura del portafolio por plazo

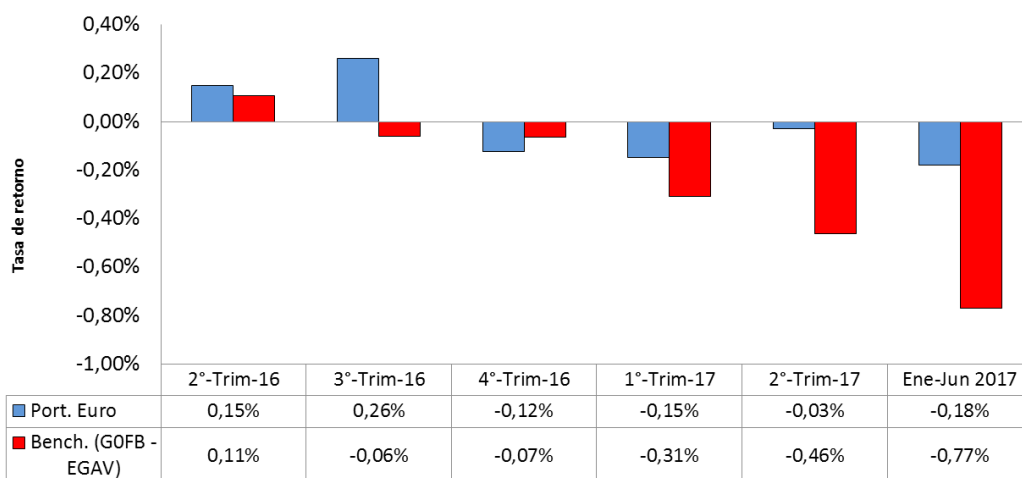


**Gráfico N° A2.10**  
Estructura por calificación crediticia



En un entorno de tasas de interés negativas en plazos menores a dos años y un incremento en los rendimientos de los títulos con plazos mayores, la valoración del portafolio disminuyó, generando un retorno de -0,18% durante el primer semestre, 59 p.b. por encima de su comparador referencial. (Gráfico N° A2.11).

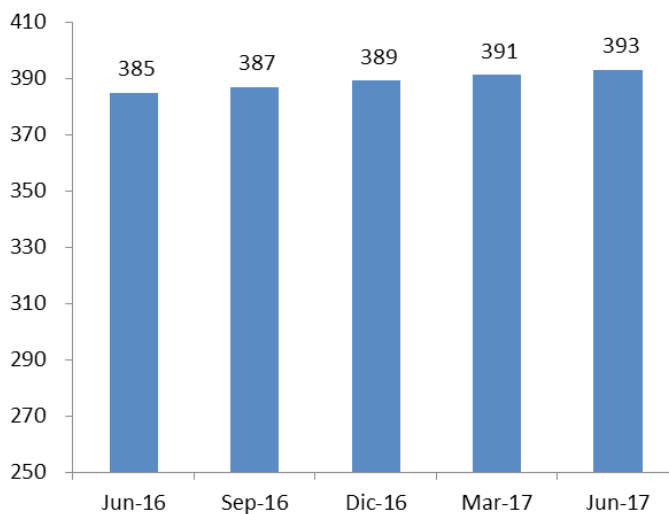
**Gráfico N° A2.11**  
**Retorno del portafolio<sup>5</sup>**



## 2.2. Inversión de Dólares Australianos

En el primer semestre el valor del portafolio de dólares australianos se incrementó en AUD 4 millones, alcanzando un total de AUD 393 millones, por las ganancias generadas por las inversiones (Gráfico N° A2.12).

**Gráfico N° A2.12**  
**Evolución del valor del portafolio**  
**(En millones de AUD)**



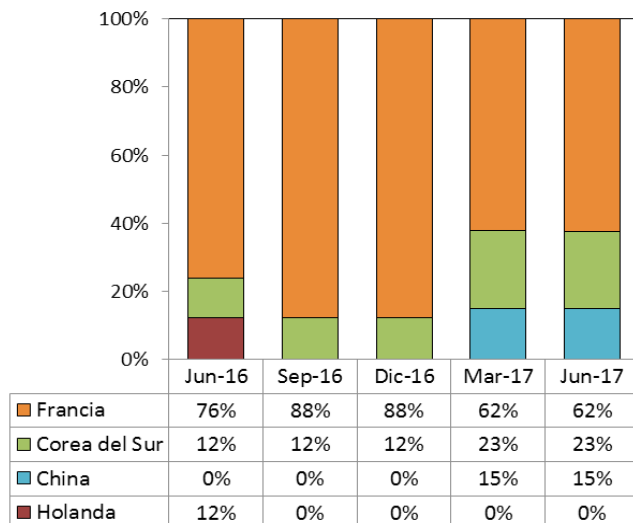
En este portafolio se efectuaron inversiones a 12 meses plazo, aprovechando los rendimientos más altos en este tramo en relación a los tramos cortos y bajas expectativas de subida de tasas del Banco Central de Australia.

El portafolio disminuyó su participación en títulos de agencias del gobierno francés a 62% e incrementó las inversiones en títulos de agencias del gobierno de Corea del Sur y de China a 23% y 15%, respectivamente. (Gráfico N° A2.13).

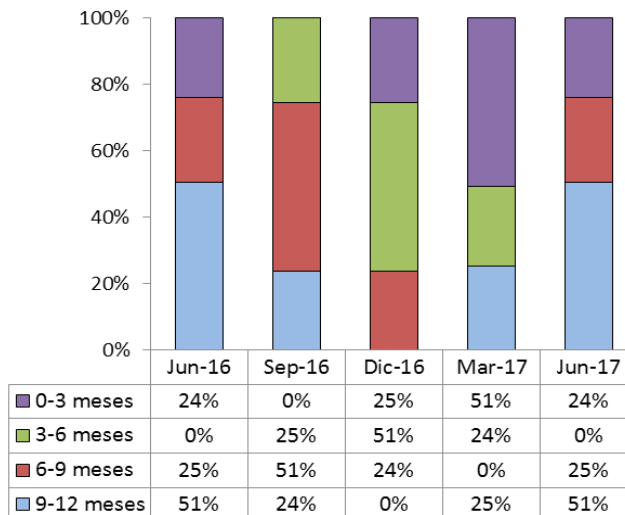
<sup>5</sup> El benchmark del portafolio fue modificado en dos oportunidades en la gestión 2016 a fin de reflejar adecuadamente el perfil riesgo - retorno del portafolio, por lo que los retornos del benchmark hasta el 26 de enero de 2016 corresponden al del Índice Bank of América Merrill Lynch 0-1 tesoros franceses; del 26 de enero de 2016 al 5 de julio corresponden al Índice de 0-3 años con emisiones de gobierno de Alemania, Francia, Países Bajos, Austria, Luxemburgo y Finlandia; y del 5 de julio en adelante al Índice de 0-5 años con títulos de gobierno en euros con madurez de 0 a 5 años y calificación AAA.

De acuerdo al plazo de las inversiones, éstas se encuentran concentradas en el tramo de 9 a 12 con un 51% de las inversiones, seguida del tramo de 6 a 9 meses con 25% y el tramo de 0 a 3 meses con un 24% (Gráfico N° A2.14).

**Gráfico N° A2.13**  
Estructura por país y supranacional

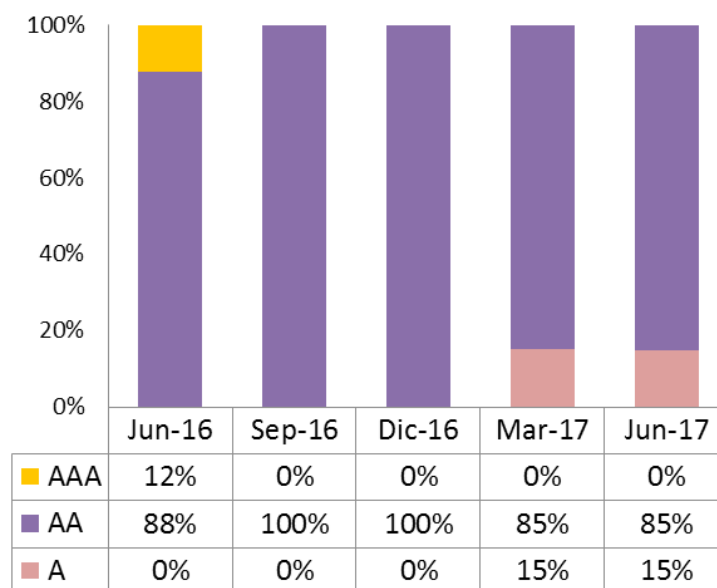


**Gráfico N° A2.14**  
Estructura por plazo



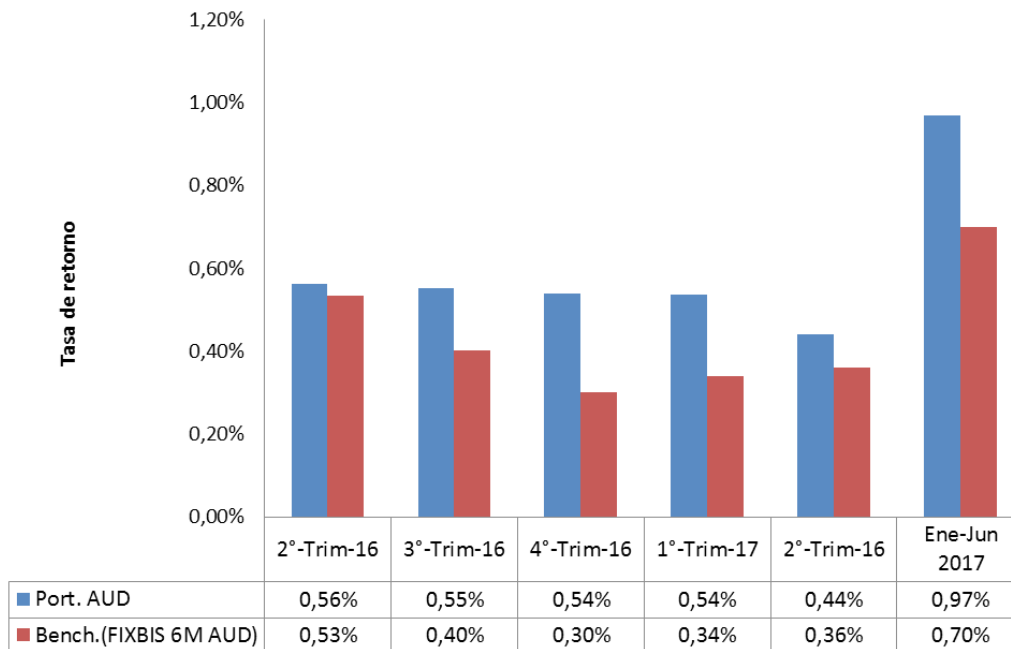
El portafolio mantiene una elevada calidad crediticia, el 85% se encuentra invertido en emisores AA y el 15% en emisores con calificación A (Gráfico N° A2.15).

**Gráfico N° A2.15**  
Estructura por calificación crediticia del portafolio



El rendimiento del portafolio alcanzó 0,97% en el primer semestre, superior en 27 p.b. a su comparador referencial (Gráfico N° A2.16).

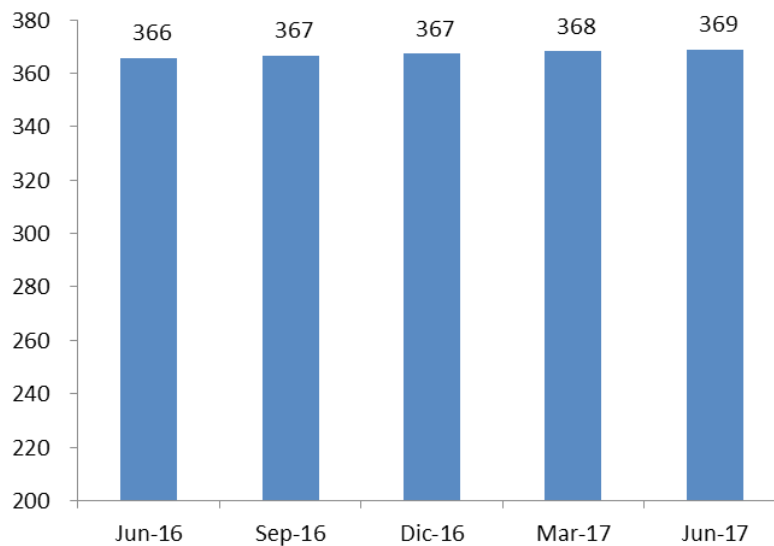
**Gráfico N° A2.16**  
**Retorno del portafolio**



### 2.3. Inversión en Dólares Canadienses

En el primer semestre de 2017, el portafolio en Dólares Canadienses alcanzó CAD 369 millones, mayor en CAD 2 millones en relación a diciembre de 2016, por los ingresos generados de las inversiones realizadas (Gráfico N° A2.17).

**Gráfico N° A2.17**  
**Evolución del valor del portafolio**  
**(En millones de CAD)**

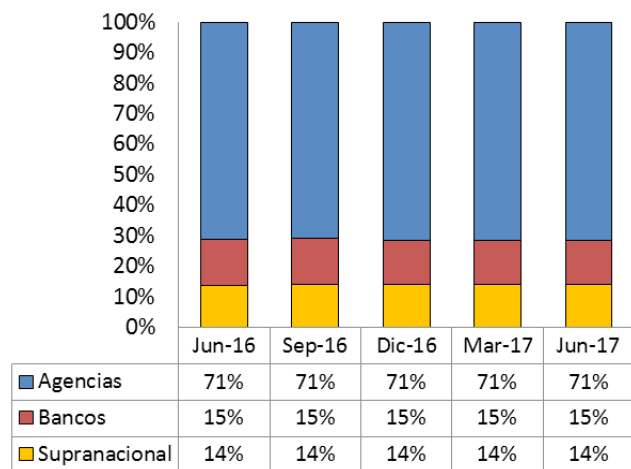


Durante el primer semestre de 2017, la principal estrategia de inversión fue mantener la diversificación de las inversiones por sector, aprovechando mayores rendimientos en el sector bancario y precautelando la calidad crediticia del portafolio. La estructura por sector se mantuvo sin cambios con un 71% de las inversiones realizadas en agencias de gobierno, 15% en bancos y 14% en supranacionales (Gráfico N° A2.18).

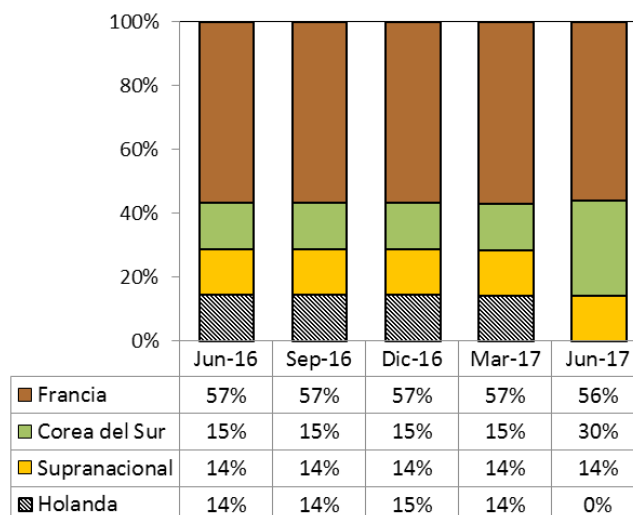


La estructura por país muestra un incremento en la exposición de Corea del Sur de 15% a 30% y reducción en la exposición a Holanda de 15% a 0%, las exposiciones a Supranacionales y Francia no presentaron cambios significativos (Gráfico N° A2.19).

**Gráfico N° A2.18**  
Estructura del portafolio por sector

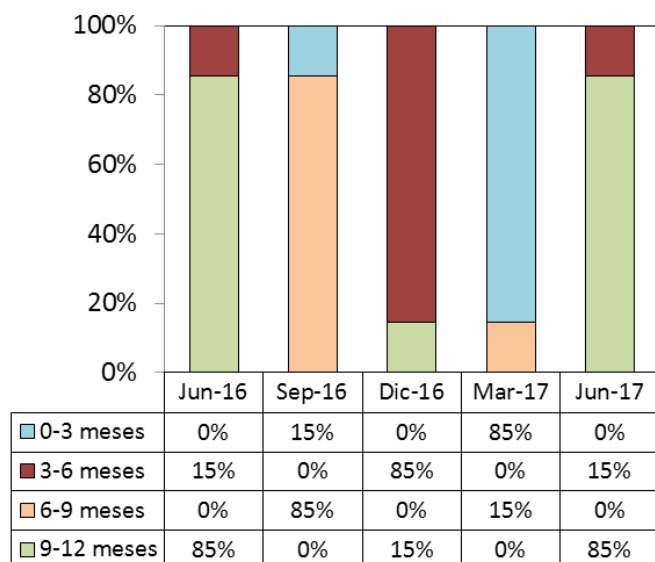


**Gráfico N° A2.19**  
Estructura del portafolio por país y supranacional

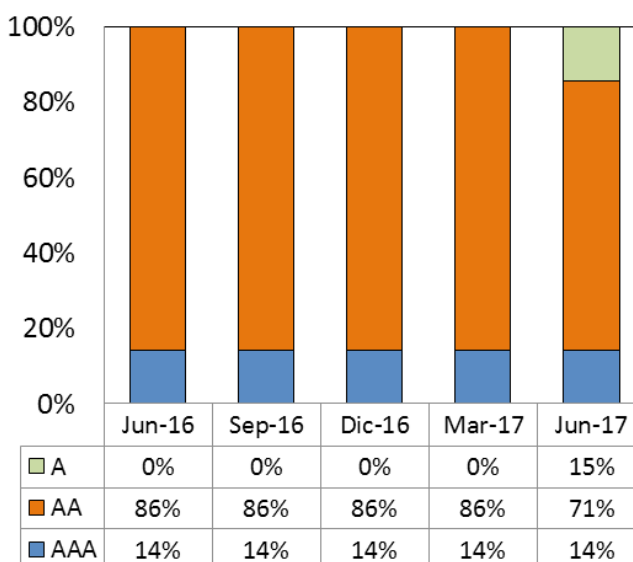


La mayor concentración de las inversiones por plazo se sitúa en el tramo de 9 a 12 meses con 85% y el restante 15% se encuentra en el tramo de 3 a 6 meses, por las reinversiones a 12 meses plazo de los vencimientos en el semestre (Gráfico N° A2.20). La composición según la calidad crediticia del portafolio muestra una reducción de 86% a 71% en las inversiones con calificación AA y un incremento de 0% a 15% en las inversiones con calificación A, aprovechando las tasas ofrecidas por estas contrapartes. El restante 14% se mantuvo invertido en emisores AAA, mostrando una elevada calidad del portafolio (Gráfico N° A2.21).

**Gráfico N° A2.20**  
Estructura del portafolio por plazo

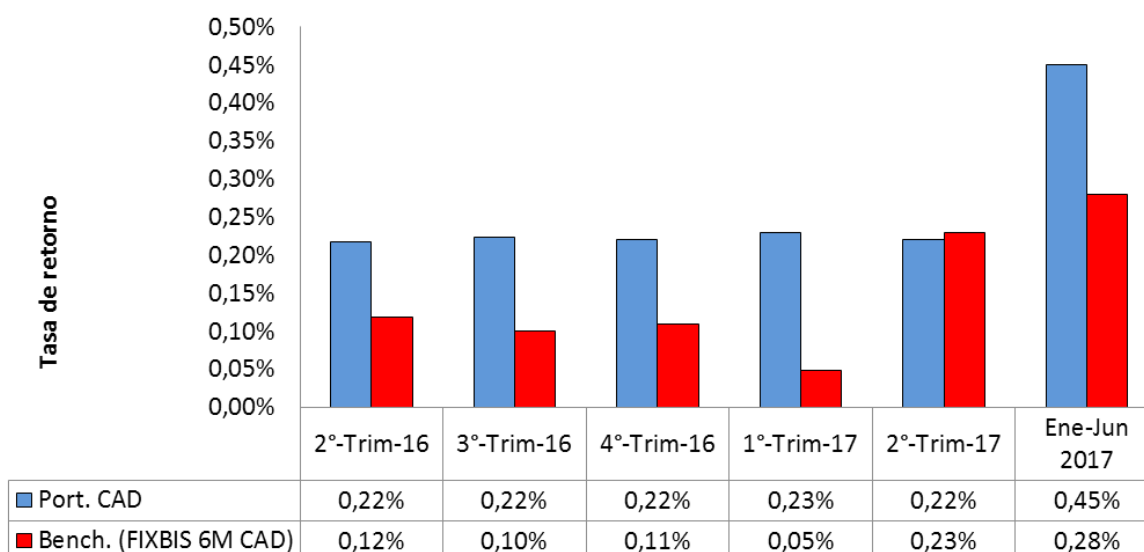


**Gráfico N° A2.21**  
Estructura por calificación crediticia



El rendimiento alcanzado en el primer semestre de 2017 fue de 0,45%, superior en 17 p.b. a su comparador referencial (Gráfico N° A2.22).

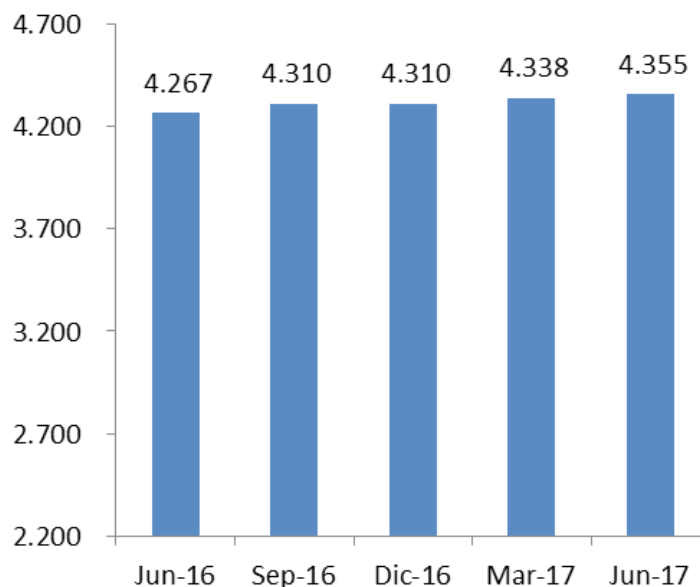
Gráfico N° A2.22  
Retorno del portafolio



## 2.4. Inversión en Renminbis Chinos

Al finalizar el primer semestre de 2017, el valor del portafolio en Renminbis alcanzó CNH/CNY 4.355 millones, mayor en CNH/CNY 45 millones en relación al cierre de la gestión 2016 por los intereses generados por las inversiones y las estrategias de inversión implementadas (Gráfico N° A2.23).

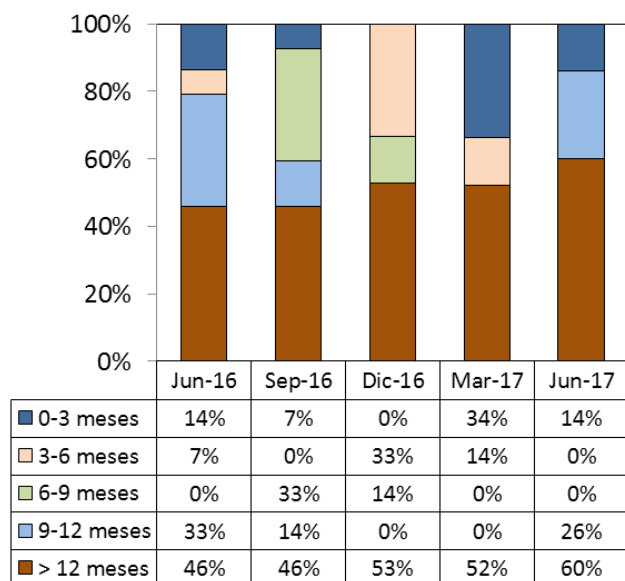
Gráfico N° A2.23  
Evolución del valor del portafolio  
(En millones de Renminbis)



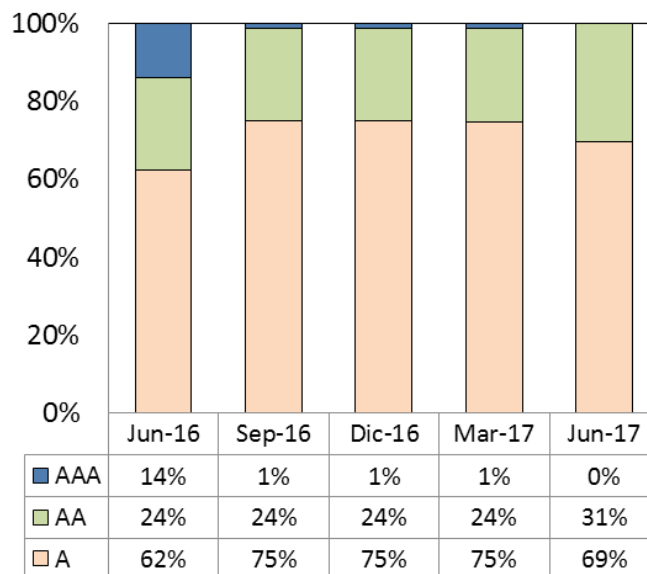
La estructura por plazo del portafolio muestra una concentración de 60% en el tramo mayor a 12 meses, 26% en el tramo de 9 a 12 meses y 14% en el tramo de 0 a 3 meses (Gráfico N° A2.24).

En cuanto a la calificación crediticia, la exposición a emisores con calificación AA se incrementó de 24% a 31% y se redujo la exposición a emisores con calificación A de 75% a 69% y a emisores con calificación AAA de 1% a 0%. Por tanto, se mantuvo una elevada calidad crediticia de las inversiones del portafolio aprovechando mejores niveles de tasas de interés (Gráfico N° A2.25).

**Gráfico N° A2.24**  
Estructura por plazo



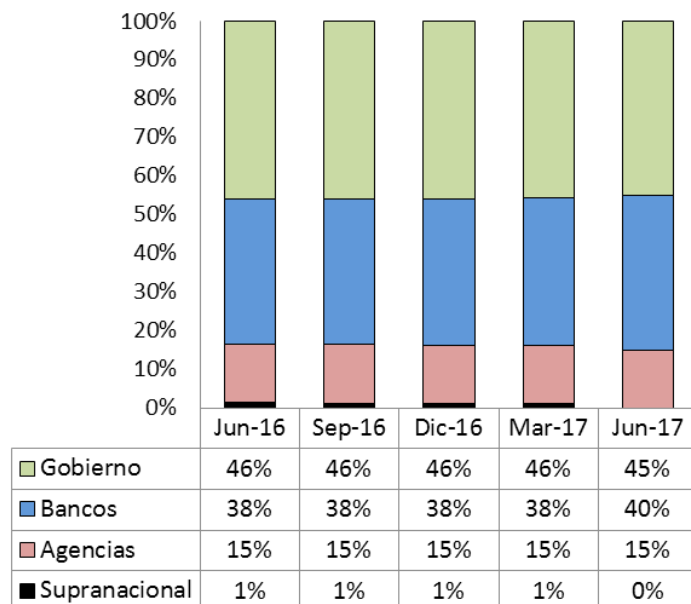
**Gráfico N° A2.25**  
Estructura por calificación crediticia



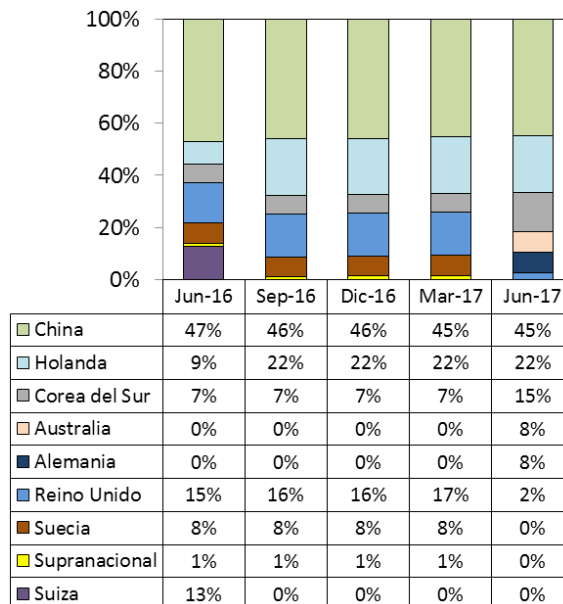
Al 30 junio de 2017 la estructura por sector muestra un incremento ligero de 38% a 40% en la exposición a bancos y una reducción de 1% a 0% en la exposición a supranacionales. La participación en los sectores de agencias y gobierno llegan a 15% y 45% respectivamente (Gráfico N° A2.26).

Por otro lado, los principales cambios en la estructura por país fueron una reducción a Reino Unido de 16% a 2% y a Suecia de 8% a 0%, con incrementos a Corea del Sur de 7% a 15%, Australia de 0% a 8% y Alemania de 0% a 8%, dados los niveles atractivos de estas emisiones. (Gráfico N° A2.27).

**Gráfico N° A2.26**  
Estructura por Sector

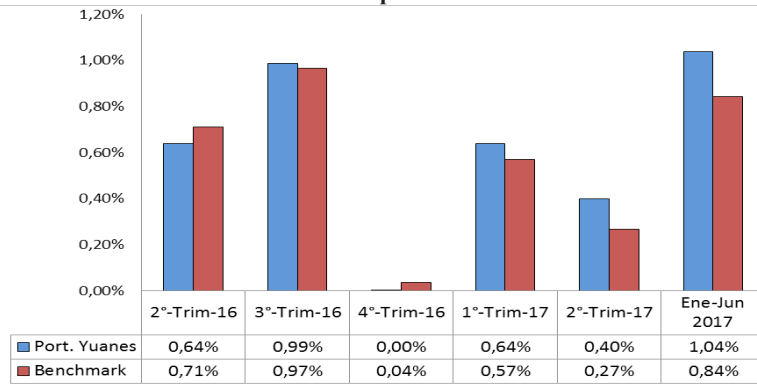


**Gráfico N° A2.27**  
Estructura por país



El rendimiento del portafolio alcanza 1,04% a junio de 2017, 20 p.b. superior al del comparador referencial, denotando una buena administración de las inversiones (Gráfico N° A2.28).

**Gráfico N° A2.28**  
**Retorno del portafolio**



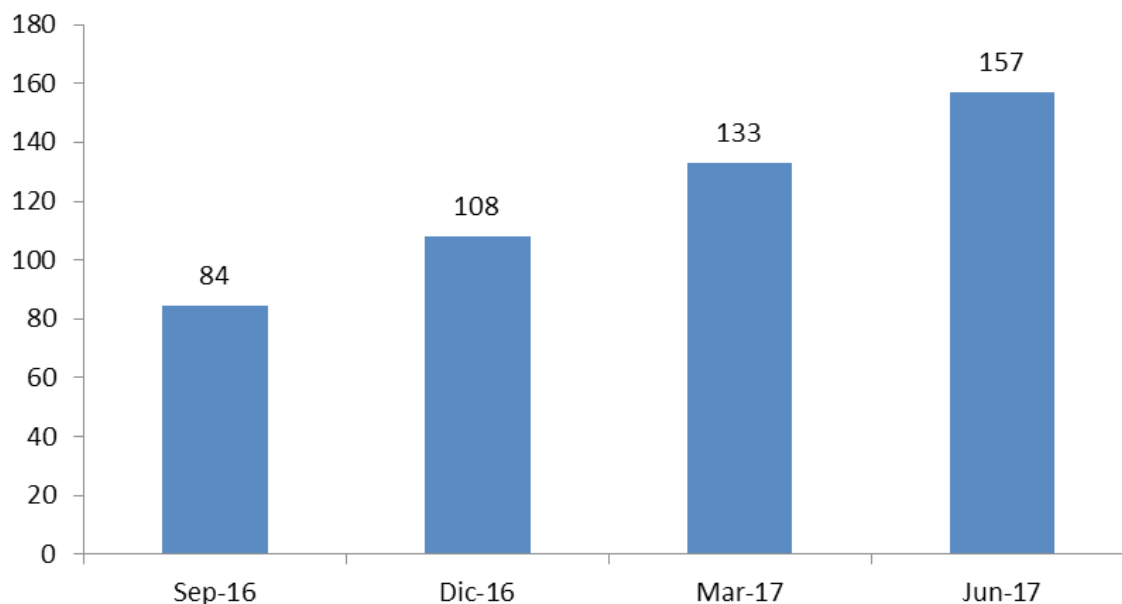
# Anexo 3

## Estrategias de inversión y resultados de los portafolios del FPIEEH

El artículo 13 de la Ley N° 767 y el artículo 16 del D.S. 2830, establecen que los recursos del Fondo de Promoción a la Inversión en Exploración y Explotación de Hidrocarburos (PIEEH), serán transferidos en custodia al Banco Central de Bolivia (BCB), el cual los invertirá considerando la normativa para la inversión de las Reservas Internacionales bajo los criterios de liquidez, preservación de capital, diversificación y rentabilidad.

Al 30 de junio de 2017, el valor del portafolio alcanza USD 157 millones, como resultado de los aportes realizados mensualmente y los ingresos generados por las inversiones (Gráfico N° A3.1).

**Gráfico N° A3.1**  
Evolución del valor del portafolio  
(En millones de USD)

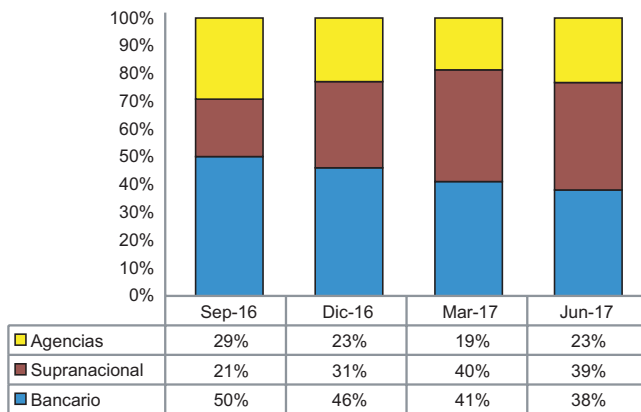


Las inversiones del portafolio se concentraron en alcanzar una diversificación adecuada en cuanto a sectores, países y tramos, así como liquidez del portafolio, manteniendo retornos atractivos en el período.

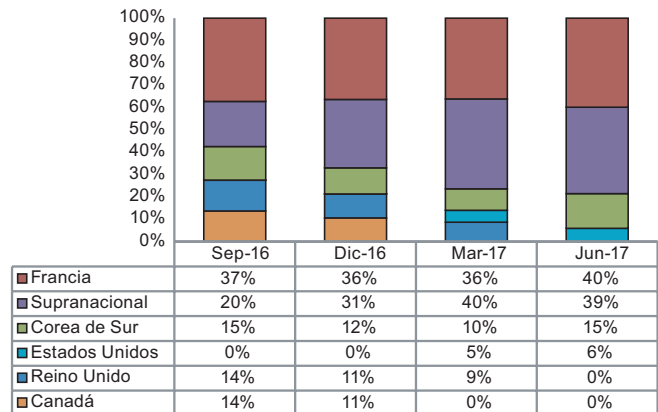
Al 30 de junio de 2017, la estructura por sector del portafolio está conformada por 39% en supranacionales, 38% en bancario y 23% en agencias (Gráfico N° A3.2).

Con relación a la estructura por países, el 40% se concentró en Francia, 39% en supranacionales, 15% en Corea del Sur y 6% en Estados Unidos (Gráfico N° A3.3).

**Gráfico N° A3.2**  
Estructura por sector



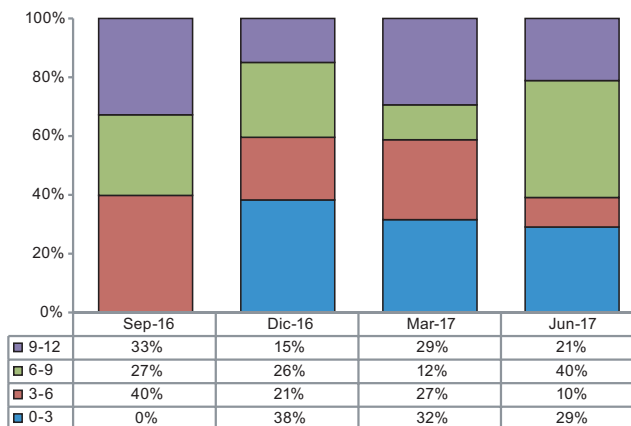
**Gráfico N° A3.3**  
Estructura por país



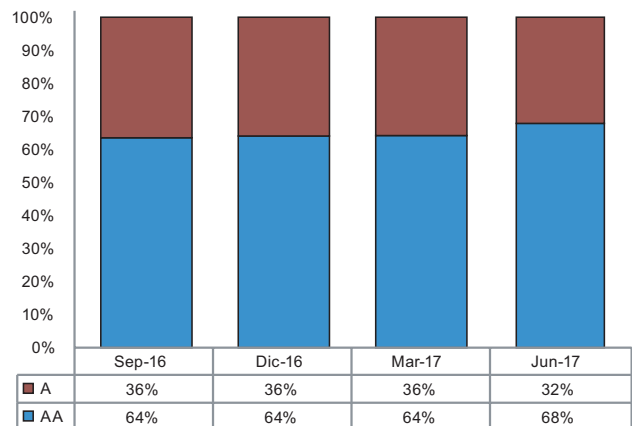
La estructura por plazo muestra una diversificación a lo largo de la curva hasta 12 meses plazo, con mayor concentración en el tramo de 6 a 9 meses con 40%, en el tramo de 9 a 12 meses una participación de 21%, en el tramo de 0 a 3 meses con 29% y en el tramo de 3 a 6 meses con 10% del portafolio, reflejando una adecuada duración del portafolio y un bajo riesgo ante incrementos en las tasas de interés de las inversiones (Gráfico N° A3.4).

Con relación a la calidad crediticia, se tienen inversiones en emisiones AA por 68% y en A por 32%, plasmando una elevada calidad crediticia del portafolio (Gráfico N° A3.5).

**Gráfico N° A3.4**  
Estructura por plazo

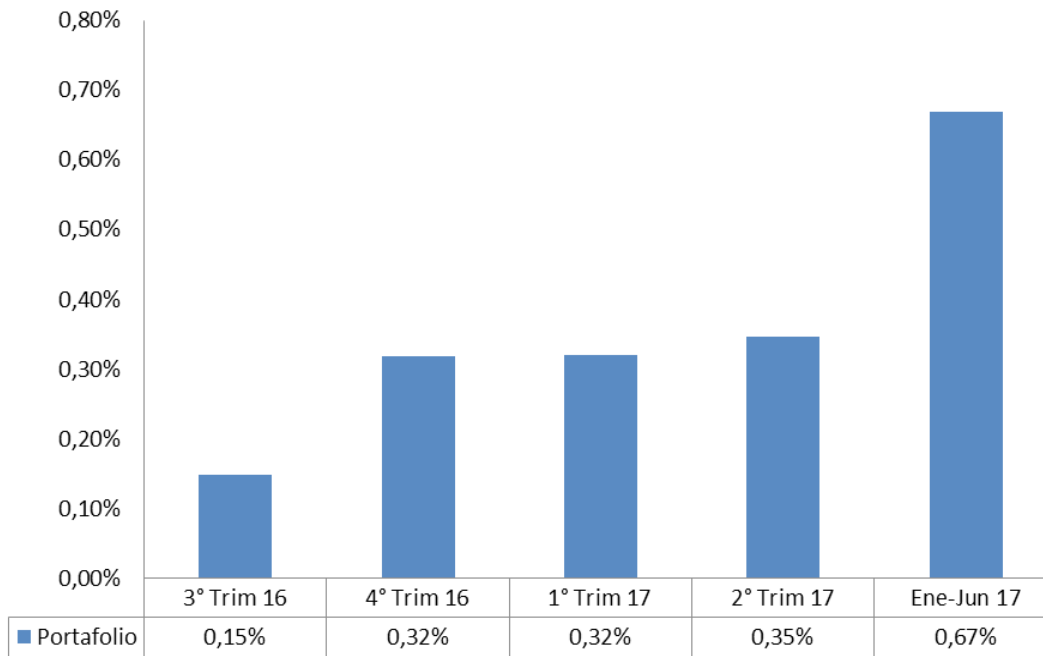


**Gráfico N° A3.5**  
Estructura por calificación crediticia



Durante el primer semestre, el rendimiento del portafolio alcanzó 0,67% equivalente a USD 860.985.-

**Gráfico N° A3.6**  
**Retorno del portafolio**

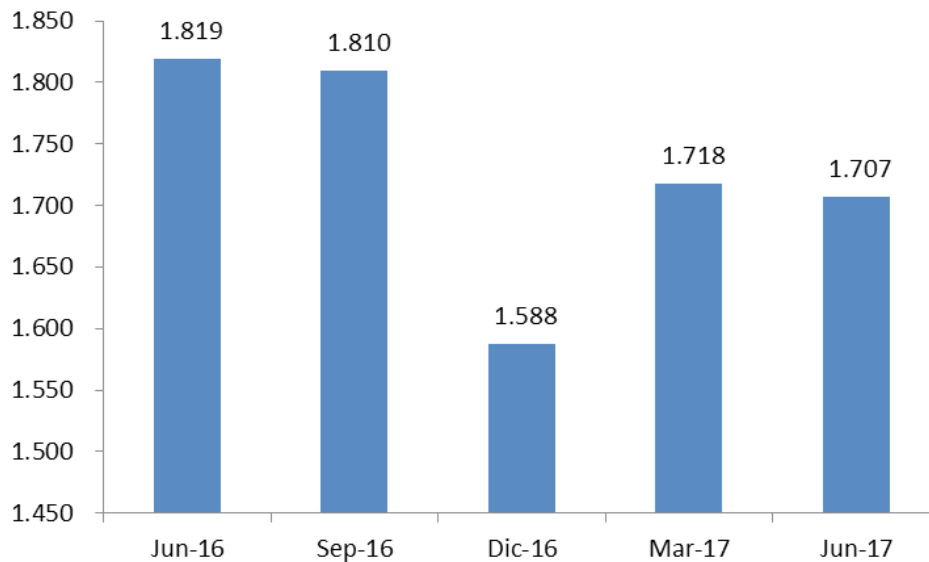


# Anexo 4

## Estrategias de inversión y resultados del Portafolio Oro

En el primer semestre de 2017, el valor del Portafolio de oro se incrementó de USD 1.588 millones a USD 1.707 millones, un incremento de USD 119 millones (Gráfico N° A4.1), por la subida en el precio internacional del oro, ante la incertidumbre sobre la aplicación de políticas de estímulo fiscal por parte de la administración de Donald Trump y por un incremento en el riesgo geopolítico global derivado de los ataques en Siria y las declaraciones del Presidente de EE.UU. y su homólogo de Corea del Norte, lo que generó mayor demanda del oro en su calidad de activo refugio. (Gráfico N° A4.1).

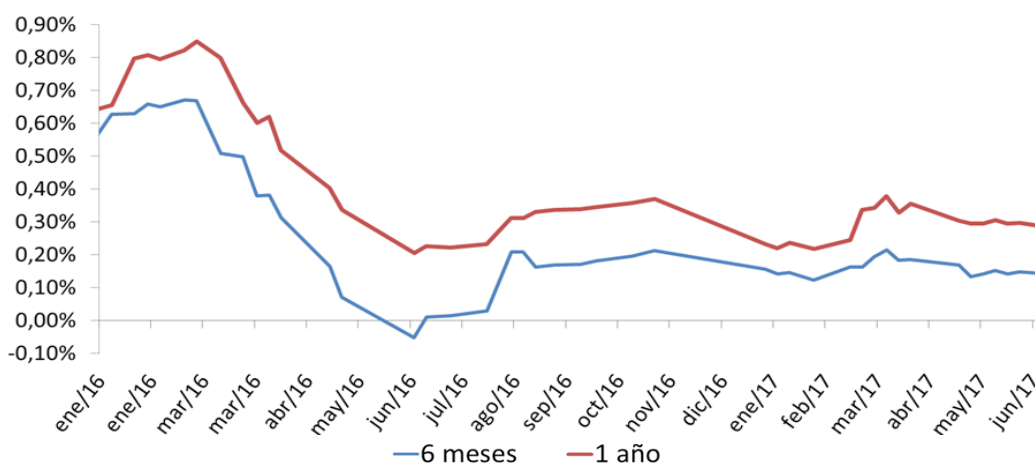
**Gráfico N° A4.1**  
Evolución del valor del portafolio  
(En millones de USD)



Durante el primer semestre de 2017, las tasas de depósitos de oro para los plazos de 6 y 12 meses se incrementaron levemente por la mayor demanda de oro como activo refugio existente en el mercado, sin embargo, a medida que se disipaba el riesgo geopolítico global las tasas permanecieron estables manteniéndose alrededor de 0,15% para el plazo de 6 meses y 0,30% para el plazo de 12 meses. (Gráfico N° A4.2).



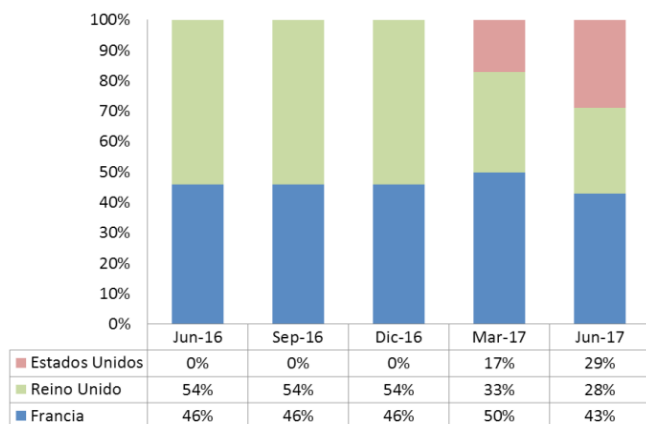
**Gráfico N° A4.2**  
Tasas de interés de depósitos en oro



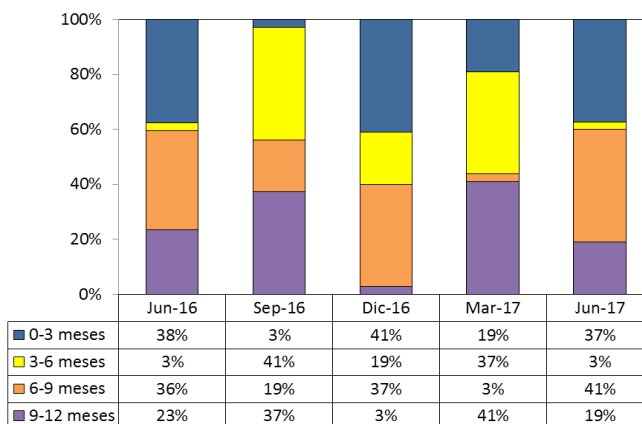
Fuente: Tasas de contrapartes en los que están invertidas las reservas de oro

El portafolio de oro está invertido en su totalidad en el sector bancario. En el primer semestre de 2017 se incrementó la exposición a bancos de EE.UU. debido a las atractivas tasas de interés y la mejor percepción de riesgo de los emisores con lo que la exposición a bancos de EE.UU. alcanzó 29%, bancos franceses con 43% y finalmente bancos del Reino Unido con 28% (Gráfico N° A4.3).

**Gráfico N° A4.3**  
Estructura por país



**Gráfico N° A4.4**  
Estructura por plazo



De acuerdo a la estructura del portafolio por plazo, no se presentaron cambios relevantes en comparación al semestre anterior y los cambios trimestrales responden a los vencimientos y reinversión de los depósitos hasta un plazo de 12 meses, con lo que al finalizar el semestre el tramo de 0 a 3 meses alcanzó 37%, el tramo de 3 a 6 meses 3%, el tramo de 6 a 9 meses 41% y el tramo de 9 a 12 meses 19% (Gráfico N° A4.4).

En el primer semestre de 2017, las inversiones de las reservas de oro generaron un ingreso de USD 4,1 millones con una tasa de rendimiento de 0,24% (Cuadro N° A4.1).

**Cuadro N° A4.1**  
Rendimiento del portafolio

	2°-Trim-16	3°-Trim-16	4°-Trim-16	1°-Trim-17	2°-Trim-17	Ene-Jun 2017
Rend. Port. Oro	0,17%	0,16%	0,16%	0,13%	0,10%	0,24%
Ingresos (En mill. USD)	2,7	2,8	2,7	2,3	1,8	4,1