

3 de julio de 2019

## Fitch cambia la Perspectiva de Bolivia a Negativa\*

N° 433

Ratifica la Calificación de Incumplimiento del Emisor (IDR) en 'BB-'. Fitch ha ratificado el IDR de largo plazo en moneda extranjera de Bolivia en 'BB-' y *cambió su Perspectiva a Negativa desde Estable*.

El cambio de la Perspectiva de Bolivia a Negativa refleja el aumento de la vulnerabilidad macroeconómica por la rápida erosión de los colchones externo y fiscal, impulsados en parte por los desarrollos adversos y las incertidumbres futuras en el sector del gas -una fuente clave de divisas e ingresos fiscales. Los altos déficits gemelos no han caído como Fitch anteriormente había proyectado, a pesar de la mejora de los términos de intercambio, debido a un *shock* en los volúmenes de exportación de gas que podría no ser transitorio y por las políticas cuyo fin es alimentar una demanda interna firme. Fitch estima que estos desarrollos han hecho que la estabilización de los colchones financieros erosionados sea más difícil y dependa de los ajustes de políticas después de las elecciones de octubre de 2019. Si bien Fitch estima que se realizarán ajustes, independientemente del resultado electoral, su magnitud, velocidad y composición son difíciles de predecir, dada la falta de planes detallados de los candidatos, lo que plantea incertidumbre en torno a la perspectiva macroeconómica postelectoral.

Las calificaciones están respaldadas por una posición proyectada de liquidez externa que se mantendrá relativamente fuerte a pesar de la erosión continua, por el favorable perfil de deuda del soberano y por los colchones de efectivo que reducen los riesgos financieros. Estas fortalezas son contrarrestadas por los bajos puntajes de ingreso per cápita y gobernabilidad, la alta dependencia de las materias primas y un débil clima de inversión privada, todo lo cual hace que el crecimiento dependa de políticas expansivas.

**Menos exportación e ingresos de gas**

El sector del gas de Bolivia está siendo desafiado por un *shock* de demanda y por temas relacionadas con la oferta. La producción de gas cayó 7% en 2018 y ha caído aún más bruscamente en 2019 hasta el momento (-22% hasta mayo), ya que el crecimiento económico débil en Brasil y Argentina y el aumento de la producción propia de energía han reducido la demanda de importación de gas. Bolivia firmó recientemente un *adendum* de dos años a su contrato con Argentina que podría plantear riesgos de ingresos, ya que establece menores embarques de gas a lo largo del año y un nuevo precio vinculado al GNL en el invierno que puede no ser lo suficientemente alto como para compensar los menores embarques, aunque las autoridades estiman que generará un mayor ingreso anual de hasta USD500 millones. Los temas de oferta plantean una incertidumbre adicional en las perspectivas del sector del gas después de una década de inversiones mediocres. Varios proyectos de exploración están en progreso en 2019, pero no está claro si algunos de los proyectos clave son comercialmente viables (por ejemplo,

Boyuy) y, si lo son, podrían tardar años en comenzar la producción.

La caída de los volúmenes de exportación de gas no fue compensada por el impulso de mejores precios en 2018, manteniéndose el déficit de cuenta corriente alto en 4,9% del PIB. Fitch proyecta que este déficit alcanzará 6,0% del PIB en 2019 por la caída en los ingresos de gas durante el año.

**Reservas internacionales y vulnerabilidad potencial**

La elevada y negativa cuenta de "errores y omisiones" de la balanza de pagos (por ejemplo, USD1 mil millones en 2018), que podrían reflejar problemas de cálculo, contrabando no registrado o fuga de capitales, sugiere que habría mayores presiones externas. Estas presiones redujeron las reservas internacionales a USD 8,3 mil millones en mayo, desde USD 8,9 mil millones a fines de 2018 y de USD15.1 mil millones a fines de 2014; y la disminución hubiera sido aún mayor si se neteara varios aumentos hechos por el BCB que ha "bolivianizado" (convertido en moneda local) otros fondos de divisas correspondientes a bancos y al soberano por alrededor de USD 2 mil millones desde 2014. Las reservas internacionales siguen siendo altas en 2019 en términos de cobertura de pagos externos corrientes (seis meses) y pasivos líquidos externos (que soportan un índice de liquidez del 600%), ofreciendo un amplio margen para gestionar *shocks* externos.

Sin embargo, estos indicadores han caído por debajo de las medianas de las calificaciones 'BB' a 20% del PIB y 29% de la masa monetaria, respectivamente, a partir de mayo, señalando una vulnerabilidad potencial a cualquier *shock* doméstico o fuga de capitales. Esto pone de relieve un dilema de política difícil, relacionado con un régimen estabilizado de ingresos externos: una devaluación podría reducir el déficit de la cuenta corriente, pero también podría impulsar la demanda de divisas en la cuenta de capital si es que desestabiliza las expectativas económicas bien internalizadas en torno a una moneda estable.

**Crece el déficit fiscal**

El déficit del gobierno central aumentó a 6.0% del PIB en 2018 desde 5.0% en 2017 (8.1% desde 7.8% a nivel del sector público), ya que los precios más altos del gas no fueron suficientes para compensar los menores volúmenes de producción, los débiles ingresos no gasíferos y la reanudación de un bono salarial de fin de año (doble aguinaldo). Fitch estima que el déficit del gobierno central aumentaría a 6.4% del PIB en 2019 y 8.5% a nivel del sector público.

\*Fitch Ratings (Nueva York 20/06/2019). Traducción libre del informe en inglés para esta publicación.

## Deuda pública

Los déficits fiscales elevaron la deuda del gobierno central al 39,5% del PIB en 2018 (en línea con la mediana histórica de la calificación 'BB') desde 31,2% en 2013. Estos déficits se han financiado en mayor medida mediante la reducción de depósitos que pasaron a 11,8% de PIB desde 23,2% del PIB. Fitch proyecta que el financiamiento se basará más en préstamos a partir de 2019 (a través de una emisión de eurobonos), elevando la deuda a 44% del PIB para 2020. Fitch estima que un ajuste fiscal a 4% del PIB a mediano plazo estabilizaría la deuda / PIB. Esto podría ser facilitado por un perfil de gasto flexible dominado por inversión pública (13% del PIB en 2018), pero los grandes recortes planteados se enfrentarían con los objetivos de crecimiento.

El sólido perfil de la deuda de Bolivia sigue siendo una fortaleza crediticia clave. Los vencimientos a corto plazo son muy bajos, promediando solo 1.5% del PIB en 2019 y 2020, ampliamente cubiertos por depósitos en efectivo. La mayor parte del *stock* (saldo) de la deuda se debe a acreedores multilaterales o bilaterales y al Banco Central en condiciones concesionales, lo que se refleja en un bajo índice de intereses/ingresos del 4,3%, muy por debajo de la media histórica de las calificaciones 'BB', de 9,3%. Los bonos externos suman un modesto USD2 mil millones (5.0% del PIB).

## Crecimiento con perspectiva incierta

Las políticas expansivas impulsadas por un ambicioso plan de inversión liderado por el Estado (PDES) apoyaron un firme crecimiento real del PIB de 4.2% en 2018. Fitch proyecta un crecimiento de 3.8% en 2019, pero cree que la perspectiva posterior a 2019 es incierta. El gobierno estima que los proyectos de industrialización elevarían el crecimiento y generarían ingresos que reduzcan los déficits gemelos, evitando la necesidad de un ajuste importante de política fiscal, pero esto aún no ha ocurrido como se proyectó anteriormente en el PDES por retrasos y temas de rentabilidad. Ante la ausencia de mayores ganancias no esperadas de estos proyectos o vientos de cola externos, la presión para realizar ajustes de política podría crecer.

Fitch proyecta un endurecimiento de las políticas que reduciría el crecimiento a 3% desde 2020, pero esto es difícil de predecir dada la incertidumbre en torno a la estrategia de la política posterior a las elecciones, y no se pueden descartar los riesgos de una mayor desaceleración.

## Política monetaria

A medida que la liquidez ha ido disminuyendo, la política monetaria se ha flexibilizado aún más para apoyar las metas de crédito de los bancos. El crecimiento del crédito, del 10,4% interanual a mayo, está muy por encima del crecimiento de los depósitos, del 3,7%. Fitch estima que el crecimiento del crédito se va a desacelerar ahora que los bancos, en su mayoría, han alcanzado las metas de créditos establecidas en una ley de 2013 y porque los menores indicadores de capital y liquidez, que aún son adecuados, muestran que existen menos posibilidades de otorgar préstamos si no aumentan las fuentes de financiamiento en la misma proporción.

La inflación, de 1,7% a mayo, sigue siendo baja a pesar del estímulo monetario y los préstamos directos del BCB a las empresas estatales y al Tesoro. La demanda resultante de estas medidas se ha ido en gran parte a bienes importados y ha tenido como consecuencia la reducción de reservas.

## Escenarios post elección y ajuste inminente

El presidente Evo Morales se postulará para un cuarto mandato en las próximas elecciones de octubre, luego que los tribunales anularen los plazos de los mandatos constitucionales el año pasado. Las encuestas sugieren que la elección podría ser reñida, con Morales encabezando las encuestas, pero con un gran número de votantes indecisos. Fitch estima, para cualquier resultado electoral, que después de las elecciones habrá ajustes de las políticas macroeconómicas para contener los riesgos económicos, aunque el resultado electoral podría condicionar la estrategia de ajuste y su calendario, mientras que las políticas microeconómicas podrían variar significativamente.

## Supuestos clave del análisis de Fitch

Fitch estima que los precios del petróleo Brent promedien USD 65 / b en 2019 y USD 62.5 / b en 2020, afectando los precios del gas boliviano (vinculado a los precios referenciales mundiales del petróleo, con un desfase de tres a seis meses).

Los principales factores que podrían conducir, individual o colectivamente, a una rebaja de la calificación incluyen:

- La persistencia de altos déficits gemelos que erosionen los colchones externos y de liquidez fiscal, por ejemplo, debido a la falta de ajustes de política y/o una disminución duradera en las exportaciones de gas;
- Una desaceleración pronunciada que conduzca a una inestabilidad macroeconómica o financiera;
- Evidencia de restricciones financieras externas.

## Supuestos para cambiar la Perspectiva de Negativa a Estable

La perspectiva de la calificación es negativa. En consecuencia, Fitch actualmente no anticipa desarrollos que, con una elevada probabilidad, lleven a un cambio a Perspectiva Positiva. Sin embargo, los principales factores que podrían llevar a Fitch a Estabilizar la Perspectiva incluyen:

- Una reducción en el déficit de la cuenta corriente que ayude a estabilizar los indicadores de liquidez externa; por ejemplo, impulsados por una política de ajuste o mayores ingresos por exportaciones;
- Una reducción sostenida del déficit fiscal que mejore la dinámica de la deuda y preserve los colchones de liquidez fiscal;
- Evidencia de mejoras en la gobernabilidad y el clima de negocios que apoyen perspectivas más fuertes de inversión y de crecimiento.