

INFORME DE MILENIO SOBRE LA ECONOMÍA DE BOLIVIA

Agosto de 2019, N° 41

Fundación Milenio

FUNDACION
VICENTE
PAZOS
KANKI
KANKI

INFORME DE MILENIO SOBRE LA ECONOMÍA DE BOLIVIA

Agosto de 2019, N° 41

Autores del Informe

José Luis Evia y Luis Carlos Jemio

Informe de Milenio sobre la economía y el dilema del momento
Comentario de Samuel Doria Medina

Fundación Milenio

FUNDACIÓN
VICENTE
PAZOS
KANKI
KANKI
LWFOO

Informe de Milenio sobre la Economía de Bolivia

Agosto de 2019, N° 41

Editor responsable

Henry Oporto

Fundación Milenio

milenio.bo@gmail.com

<https://fundacion-milenio.org>

Fundación Pazos Kanki

<http://www.fundacionvicentepazoskanki.org.bo>

Diseño del impreso

Carlos A. Laserna

Fotografía de la tapa

Alex Chipana

Depósito legal: 4-I-2222-19

ISBN 978-99974-273-0-4

Impreso en Bolivia

Impresión

CGI Ltda.

Lola Taborga de Requena 2005

Cochabamba, Bolivia

Telf.: +591 (4) 428-2925 y 428-4140

Índice

Presentación	i
Resumen.....	iii
Contexto internacional	1
Sector externo.....	5
Gestión fiscal.....	13
Actividad económica.....	21
Gestión monetaria.....	33
Sistema financiero	39
Prospectiva macroeconómica.....	43
Informe de Milenio sobre la economía y el dilema del momento	47

Presentación

El Informe de Milenio sobre la Economía de Bolivia 2019, evalúa el desempeño económico del país, con la información estadística de la gestión 2018 y de los primeros meses del presente año. El reporte forma parte de ya larga serie de informes económicos que la Fundación Milenio produce año tras año, como resultado de un estudio meticuloso, basado en datos oficiales, desde una perspectiva de coyuntura, pero también con la mirada puesta en el horizonte inmediato.

El Informe 2019 contiene una valoración consistente de la situación económica general y un conjunto de indicadores relativos al entorno internacional, el sector externo, la actividad económica y productiva, la gestión fiscal y monetaria y el sistema financiero. Además de variables estadísticas, debidamente procesadas, el lector hallará una interpretación global del curso de la economía boliviana, y de sus principales problemas y desafíos.

El lanzamiento de este reporte reviste particular interés por el proceso electoral que vive Bolivia, especialmente propicio para un debate público informado sobre el estado de la economía y las preocupaciones y aspiraciones de los ciudadanos, y naturalmente también, para un examen crítico de las alternativas y propuestas que los partidos y candidatos presidenciales pueden ofrecer en materia de política económica y estrategias de desarrollo, tomando en cuenta el entorno de restricciones, oportunidades y retos.

Precisamente, el apartado titulado "Informe de Milenio sobre la economía y el dilema del momento", elaborado por Samuel Doria Medina, aporta una valiosa reflexión sobre algunos de las cuestiones críticas que marcan el momento económico que atraviesa Bolivia, y del tipo de políticas públicas que serían necesarias para hacerles frente.

Huelga decir que el trabajo que presentamos resalta por su alto nivel profesional, su rigor técnico y su calidad investigativa al servicio de una labor intelectual independiente y honesta.

Su elaboración y publicación es posible por una colaboración interinstitucional de las Fundaciones Milenio y Pazos Kanki.

La Paz, julio de 2019

Henry Oporto
Director de Fundación Milenio

Fernando Molina
Director de Fundación Pazos Kanki

Resumen

La economía boliviana continúa atravesando una coyuntura menos favorable y con riesgos potenciales. El sector externo ha resentido los precios bajos de las materias primas que el país exporta, así como la caída en los volúmenes exportados, especialmente de gas natural. En este contexto, el desempeño de la economía boliviana se caracteriza por altos déficits externo y fiscal (déficits gemelos); una situación que amenaza hacerse insostenible en el futuro.

En efecto, en la situación actual sobresale un elevado déficit en la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos (5 por ciento del PIB en 2018), así como la pérdida continua de reservas internacionales, un déficit fiscal creciente (8,14 por ciento del PIB en 2018) y el rápido aumento del endeudamiento externo e interno. En 2018, la deuda externa pública llegó a \$us20,6 mil millones (51,6 por ciento del PIB).

En respuesta a los *shocks* externos desfavorables, el sector público ha realizado algunos ajustes menores en el nivel de gasto e inversión. El gasto consolidado del Sector Público No Financiero (SPNF), se redujo de 54,7 por ciento del PIB en 2015 a 48,6 por ciento en 2018. Sin embargo, esta reducción fue menor a la caída de ingresos, por lo que el déficit fiscal ha mantenido una curva ascendente. En 2018, el déficit ha sido mayor en el caso del gobierno general (5,97 por ciento del PIB) en relación al déficit de las empresas públicas (2,17 por ciento del PIB).

Tampoco hubo un ajuste del tipo de cambio a la nueva situación externa menos propicia. El Banco central mantuvo el tipo de cambio fijo por octavo año consecutivo, por lo que el tipo de cambio real se apreció en un 2,6 por ciento en 2018. La apreciación real en los últimos 8 años alcanza un 30 por ciento. La inflación se situó en su nivel más bajo de los últimos 9 años; 1,51 por ciento en 2018. Este nivel tan bajo de inflación refleja la apreciación del tipo de cambio (que permite a la economía importar deflación de los países socios comerciales), así como la desaceleración de la economía.

La actividad económica, por su parte, ha tendido a desacelerarse en los últimos tres años (registrando una tasa de 4,22 por ciento en 2018). El crecimiento, por el lado del gasto, se ha concentrado en el consumo privado, el gasto del gobierno y en las exportaciones. Estas últimas, crecieron por el mayor dinamismo de las exportaciones agroindustriales. Contrariamente, las exportaciones de hidrocarburos registran una caída significativa. También creció, aunque en menor magnitud, la formación de capital fijo. El menor crecimiento de la inversión se explica por los ajustes realizados a la formación de capital por parte del SPNF. En todo caso, la formación de capital del sector público se mantiene en niveles elevados (13 por ciento del PIB en 2018).

Por el lado de la producción, el crecimiento del PIB estuvo ha estado motorizada por la producción agropecuaria. La recuperación de los productos agroindustriales de exportación explica este comportamiento. En cambio, los sectores extractivos presentaron un crecimiento menor, debido ante todo a la contracción en la producción de hidrocarburos y en algunos productos de la minería. Los sectores de electricidad, gas y agua, y de la construcción, exhiben una tendencia decreciente en sus tasas de crecimiento, perceptibles desde 2015. En 2018, estos sectores crecieron a tasas por debajo del 4 por ciento.

La política monetaria siguió implementándose en un contexto de tipo de cambio fijo y libre movimiento de capitales, lo que significa que está determinada endógenamente. Sin embargo, el ajuste monetario fue muy distinto al observado en años pasados. En el periodo *post-bonanza*, la base monetaria o dinero de alto poder ha tendido a contraerse, debido a la pérdida de reservas internacionales y por la caída en los ingresos de exportación. Para compensar esta pérdida de liquidez en la economía,

y evitar así un efecto recesivo, el Banco Central contrajo la colocación de títulos públicos a través de las operaciones de mercado abierto. Paralelamente, el déficit fiscal resultante de los menores ingresos, fue financiado con crédito del Banco Central o con uso de depósitos que las entidades del sector público mantienen en el BCB. Esto contribuyó también a expandir la base monetaria, a la vez que acelera la pérdida de reservas internacionales.

El desempeño del sistema financiero en 2018 siguió mostrando crecimiento de los depósitos y cartera, aunque las tasas de ambas variables se desaceleraron. Esto se explica por la caída generalizada de ingresos en la economía. En 2019, se observa una tasa negativa de crecimiento de los depósitos a 12 meses. Para compensar la pérdida de liquidez en el sistema financiero, el Banco Central ha tomado medidas para reducir las inversiones de las instituciones financieras en el exterior, y contraer la colocación de títulos públicos en las entidades financieras. La mora de la cartera bancaria permanece baja, aunque se observa un ligero repunte. La rentabilidad de las entidades financieras también se redujo en 2018.

Por cierto, de continuar las tendencias actuales, y sobre todo de menores volúmenes de exportación de gas natural, las perspectivas de la economía boliviana no son promisorias. Al contrario, la caída en los ingresos de exportación y en los ingresos fiscales, continuará incidiendo en pérdidas adicionales de reservas internacionales y en mayor endeudamiento público externo e interno. Una situación así es notoriamente insustentable. La caída en los volúmenes de exportación repercutirá también en un menor crecimiento de la actividad económica general. En ese contexto, la política gubernamental de sostener el crecimiento mediante un mayor gasto público, chocará con la necesidad de evitar que el déficit fiscal se siga disparando.

Desde ya, y con las reservas internacionales menguantes, es evidente la menor disponibilidad de recursos de esta fuente de financiamiento. Consiguientemente, los futuros financiamientos tendrían que descansar primordialmente en el endeudamiento externo. No obstante, el tamaño del financiamiento necesario puede reducir la capacidad de endeudamiento. En cualquier caso, la contratación de deuda no debería ser sino una solución temporal a los déficits crónicos. De ahí, entonces, la prioridad que adquiere la reducción del déficit en Cuenta Corriente, en un período de tiempo relativamente corto.

La reducción del déficit en la Balanza Comercial pone sobre el tapete la necesidad de ajustar las importaciones, tanto del sector público como del sector privado; lo cual –inevitablemente– conlleva un mayor debilitamiento del crecimiento económico. No obstante, las opciones disponibles son limitadas: en las condiciones actuales es difícil pensar que se puede lograr un ajuste por medio de mejoras de la productividad de los factores y con aumentos sustanciales de producción y de exportaciones.

Ciertamente, la recuperación de las exportaciones debería ayudar a equilibrar las cuentas externas, pero esto tal vez no se consiga sino en un mediano plazo. Por lo demás, el aumento de las exportaciones presupone la corrección de las distorsiones macroeconómicas, incluyendo los precios relativos y el tipo de cambio real. Lo indudable es la necesidad de atacar los factores que hoy en día restringen y debilitan la competitividad de los productos nacionales. Tales son los dilemas que afronta la política económica nacional.

Contexto internacional

El desempeño de la economía mundial en 2018 estuvo marcado por la amenaza de una guerra comercial, la ralentización de la economía China y la incertidumbre en las políticas de algunas de las grandes economías, que han erosionado la confianza en los mercados. Estos y otros factores han provocado el debilitamiento del crecimiento económico global, la desaceleración del comercio, la caída de los precios de las materias primas y los ajustes observados en las condiciones financieras de la mayoría de las economías.

Menor crecimiento global

Después de la expansión registrada en 2017 y en los primeros meses de 2018, la actividad económica mundial perdió impulso en la segunda mitad de 2018. La ralentización en la producción fue generalizada en las economías avanzadas, excepto en los Estados Unidos, tal como se puede apreciar en el Cuadro 1. Para el 2019 la proyección de FMI reduce el crecimiento mundial al 3,3%.

Cuadro 1. Crecimiento económico (Cambio porcentual)

	2017	2018
Producto mundial	3,7	3,6
Economías avanzadas	2,3	2,2
Estados Unidos	2,2	2,9
Zona del Euro	2,4	1,8
Japón	1,7	0,8
Mercados emergentes y economías en desarrollo	4,7	4,5
China	6,9	6,6
América Latina y el Caribe	1,3	1,1

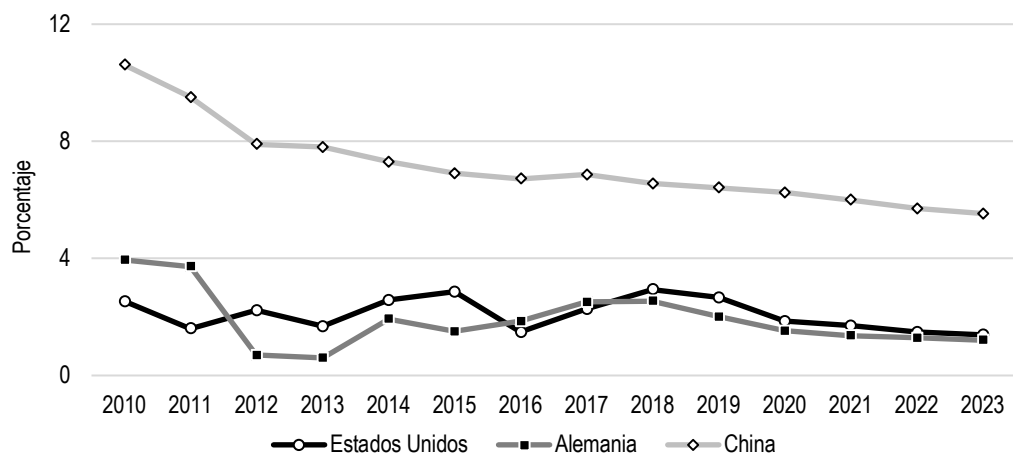
Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook.

Estados Unidos, que ha experimentado un fuerte período de crecimiento (por encima de su crecimiento potencial), como resultado del impulso fiscal de reducción de impuestos, ha visto reducir este dinamismo en los últimos meses y el FMI espera que la tasa de crecimiento de esta economía decline los próximos años (véase Gráfico 1).

La preocupación por la reducción del crecimiento ha paralizado la “normalización” de la política monetaria, y se prevé más bien para el segundo semestre del presente año una reducción de los tipos de interés. Europa, cuya recuperación ha sido mucha más modesta, ha empezado a sentir con mayor rigor la desaceleración y también da marcha atrás con la normalización de su política monetaria, e incluso se vuelve a mencionar la opción de emplear medidas no convencionales de estímulo a la demanda. Por su lado, China experimenta una desaceleración de su crecimiento, que está convergiendo a tasas más bajas.

En América Latina y el Caribe, el crecimiento en 2018 fue algo menor que en 2017. Brasil mostró una leve mejoría gracias a cierta recuperación de confianza de los mercados. La actividad económica de Argentina, en cambio, se vio lastrada por las medidas de ajuste para reducir los desequilibrios macroeconómicos y financieros. En México, con el advenimiento del nuevo gobierno de López Obrador se debilitó la confianza de los mercados, dándose lugar al aumento de los spreads soberanos.

Gráfico I. Crecimiento del Producto Interno Bruto



Fuente: Elaboración propia en base a información del Fondo Monetario Internacional.

Nota: Datos estimados a partir de 2018.

Desaceleración del comercio mundial

Esta reducción del crecimiento del producto estuvo asociada a una reducción del dinamismo del volumen de comercio mundial que redujo su expansión de 5,2 por ciento en 2017 a 3,8 por ciento en 2018 (véase Cuadro 2). Una causa que explica la caída del dinamismo de la economía mundial es la guerra comercial entre las mayores economías del mundo, que ha afectado a una serie de industrias. Estados Unidos impuso aranceles a la industria tecnológica China y otros bienes por un 25%, mientras que en retaliación China ha impuesto un arancel del 25% sobre varias importaciones de Estados Unidos (soya, carne, vegetales, whiskey, etanol). En junio del presente año las exportaciones de China se redujeron en 1,3% (comparadas con el mismo período del pasado año) y las importaciones en 7,3%. Esta reducción del comercio afecta a todas las economías a través de las cadenas de valor. Por ello la disminución en el intercambio comercial fue generalizada, tanto en las economías avanzadas como en las economías emergentes y en desarrollo.

Cuadro 2. Comercio mundial (Cambio porcentual)

	2017	2018
Volumen del comercio mundial	5,2	3,8
Importaciones		
Economías avanzadas	4,2	3,3
Mercados emergentes y economías en desarrollo	7,0	5,6
Exportaciones		
Economías avanzadas	4,4	3,1
Mercados emergentes y economías en desarrollo	6,9	4,0

Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook.

Precios de las materias primas

Como resultado de la ralentización de la economía y el comercio global, los precios de las materias primas bajaron casi sin excepción en 2018, un comportamiento que contrasta con el registrado en 2017, cuando los precios mostraron una tendencia al alza. A nivel agregado los precios disminuyeron en 5,2 por ciento en 2018.

Cuadro 3. Variación en los precios de las materias primas (Cambio porcentual)

	2017	2018
Total Materias Primas	9,8	-5,2
No combustibles	3,2	-2,7
Combustibles	-0,8	-2,6
Metales	9,0	-3,5
Petróleo	10,8	-10,2

Fuente: Elaboración propia en base a información del Fondo Monetario Internacional.

Los precios del petróleo mantuvieron un comportamiento inestable: inicialmente subieron hasta registrar en octubre el nivel más alto desde noviembre de 2014 (en promedio mensual, el Brent llegó a 80,47 dólares el barril y el WTI a 78,96 dólares), reflejando el colapso de la producción en Venezuela, los inesperados cortes de energía en Canadá y Libia y las expectativas de menores exportaciones iraníes por las sanciones impuestas por los Estados Unidos. Por el contrario, en los últimos dos meses del año los precios se desplomaron, a raíz de la decisión de la OPEC y también de los países no OPEC (incluida Rusia) de incrementar la producción de petróleo, y en parte también por las perspectivas más inciertas insinuadas por el desempeño de la economía mundial.

La reducción de los precios de los metales se debió principalmente al debilitamiento de la demanda de China. Pero no solo eso. En realidad, el mercado de los metales ha venido experimentando mucha volatilidad, como consecuencia de las acciones tarifarias, las sanciones de Estados Unidos al gigante Rusel de aluminio y en general la incertidumbre en el ámbito del comercio global.

Sector externo

La economía boliviana mostró, por cuarto año consecutivo, un déficit en la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos. Esta cuenta mide el saldo final del comercio de bienes y servicios, más los ingresos primarios y secundarios, y muestra el saldo de las transacciones no financieras que realiza el país con el resto del mundo. En otras palabras, es este saldo final que requiere ser financiado y que genera una variación de la posición deudora del país. Así, en 2018 el saldo en cuenta corriente fue negativo en \$us.1.989,6 millones (5 por ciento del PIB), mostrando un incremento de 6,3 por ciento con relación al saldo en cuenta corriente de 2017 (\$us.1.870,9 millones). Este déficit muestra que la absorción (consumo e inversión) están por encima del ingreso del país y, por tanto, deben ser financiados.

Cuadro 4. Balance de Cuenta Corriente de Balanza de Pagos

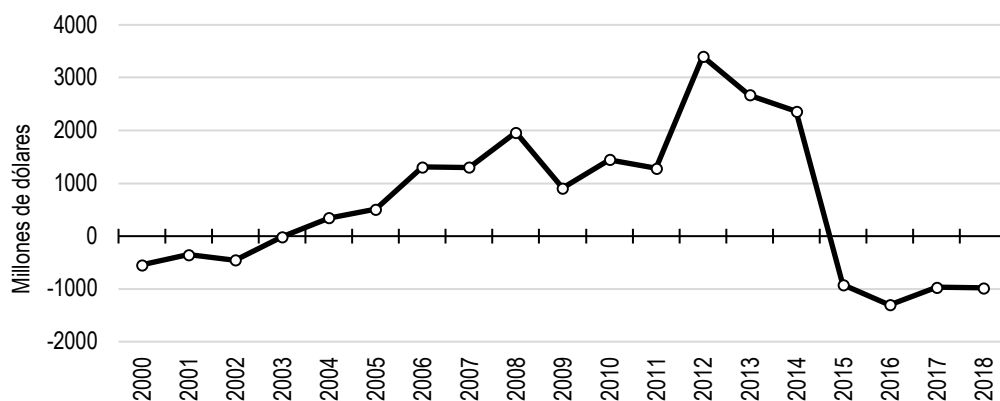
	(En millones de dólares)		
	2016	2017	2018
Cuenta corriente	-1.907,2	-1.870,9	-1.989,6
Balance de Bienes y Servicios	-2.514,0	-2.195,1	-2.265,4
Ingreso Primario	-620,9	-1.060,4	-974,9
Ingreso Secundario	1.227,7	1.384,6	1.250,7

Fuente: Elaboración propia en base a información del BCB.

Balance comercial

Luego de haber mantenido importantes superávits comerciales hasta el año 2014, a partir de 2015 el país ha registrado un persistente déficit comercial. Este déficit ha registrado \$us.981,4 millones (5,7 por ciento del PIB) en 2018. En el primer cuatrimestre de este año 2019 el déficit comercial fue de \$us.570,9 millones, un nivel mucho mayor al déficit comercial registrado en el primer cuatrimestre del 2018 de \$us.230,8 millones (con un incremento de 147 por ciento), lo que anticipa un déficit comercial significativo hasta fin de año. Este déficit comercial ha mostrado que no es tan solo resultado de factores transitorios y sí, más bien, que procede de condiciones estructurales persistentes, por lo cual previsiblemente el déficit no desaparecerá si no se adoptan medidas específicas que puedan corregir la situación misma que lo ha originado.

Gráfico 2. Superávit/Déficit Comercial



Fuente: Elaboración propia en base a información del BCB.

El Cuadro 5 muestra el detalle de las exportaciones de bienes y servicios. Hay que anotar que, en este caso, se clasifican los costos de transporte y seguros como parte de las importaciones de servicios, lo que explica las diferencias con las cifras de las importaciones que reporta el INE (que contabiliza las importaciones en valores CIF).

En 2018, la balanza comercial de bienes muestra un descenso de 7,9 por ciento, debido a las mayores exportaciones y menores importaciones de bienes. Por el contrario, el déficit de la balanza de servicios registró un aumento de 6,6 por ciento, debido a un crecimiento más alto de las importaciones con relación a las exportaciones de servicios.

Cuadro 5. Balanza Comercial de Bienes y Servicios

	(En Millones de dólares)		
	2016	2017	2018
Bienes			
Exportaciones FOB	7.029,9	8.104,8	8.879,0
Importaciones FOB	7.930,8	8.621,3	9.354,5
Saldo Comercial Bienes	-900,8	-516,5	-475,5
Servicios			
Exportaciones	1.244,7	1.439,3	1.465,8
Importaciones	2.857,9	3.118,0	3.255,6
Saldo Comercial Servicios	-1.613,2	-1.678,6	-1.789,9
Saldo Bienes y Servicios	-2.514,0	-2.195,1	-2.265,4

Fuente: Elaboración propia en base a información del BCB.

Exportaciones

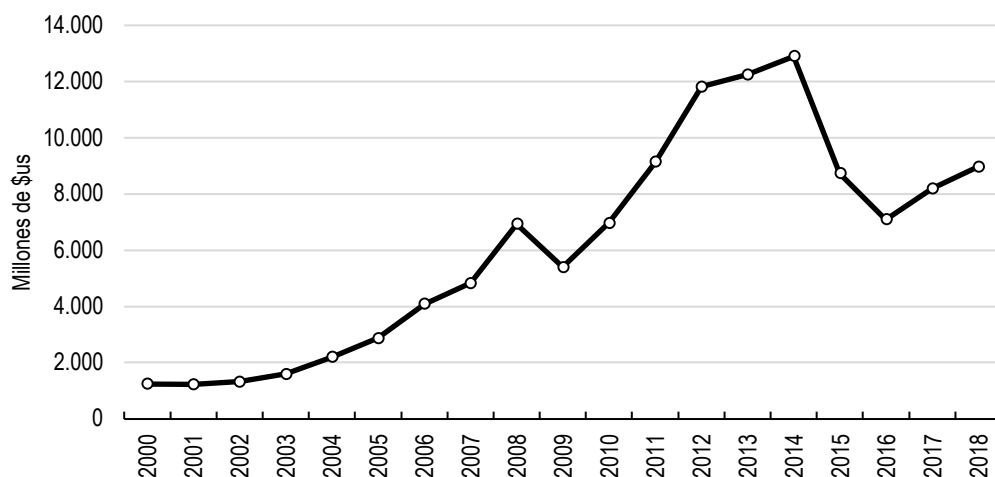
Durante el 2018 las exportaciones siguieron la tendencia de recuperación que se experimentó en 2017. Las exportaciones crecieron en 9,5 por ciento, impulsadas principalmente por las exportaciones de hidrocarburos que alcanzaron los \$us.3.142MM, aumentando 15 por ciento en relación a las exportaciones del 2017 y explicando el 53 por ciento del crecimiento de las exportaciones del 2018. Las exportaciones de minerales crecieron el 2018 solamente en 3 por ciento alcanzando los \$us.3.999 millones y contribuyeron con el 14 por ciento del crecimiento de las exportaciones. Las exportaciones no tradicionales crecieron en 16 por ciento, situándose en los \$us.1.828 millones y contribuyendo con 33 por ciento al crecimiento de las exportaciones totales.

Cuadro 6. Exportaciones

	(En millones de dólares)			Crecimiento	
	2016	2017	2018	2017	2018
Minerales	3.073,7	3.891,0	3.999,5	27%	3%
Hidrocarburos	2.221,4	2.734,4	3.141,7	23%	15%
No Tradicionales	1.831,2	1.569,1	1.827,9	-14%	16%
Total	7.126,3	8.194,5	8.969,1	15%	9%

Fuente: Elaboración propia en base a información del INE.

Gráfico 3. Exportaciones



Fuente: Elaboración propia en base a información del BCB.

No obstante, en el primer cuatrimestre de 2019 las exportaciones descendieron en 9,9 por ciento con relación al primer cuatrimestre de 2018. De no revertirse esta tendencia, es probable que hasta fin de este año las exportaciones totales registraren una nueva reducción después de dos años de crecimiento.

Cuadro 7. Exportaciones (Al Primer Cuatrimestre)

	Millones de dólares			Participación Porcentual		Tasas de Crecimiento Anual		Incidencia
	2017	2018	2019	2018	2019	2017-2018	2018-2019	2018-2019
Minerales	1.112,9	1.340,9	1.235,9	47%	48%	20,5%	-7,8%	37%
Hidrocarburos	789,6	1.007,9	842,1	35%	33%	27,6%	-16,4%	58%
No Tradicionales	458,1	524,9	510,8	18%	20%	14,6%	-2,7%	5%
Total	2.360,7	2.873,7	2.588,8	100%	100%	21,7%	-9,9%	100%

Fuente: Elaboración propia en base a información del INE.

El descenso registrado durante este primer cuatrimestre estuvo concentrado principalmente en la reducción de las exportaciones de hidrocarburos, que cayeron en \$us.166 millones (16,4 por ciento), explicando el 58 por ciento de la reducción de las exportaciones en el período. Las exportaciones de minerales también cayeron en \$us.105 millones (20,5 por ciento), representando el 37 por ciento de la caída en las exportaciones totales. Y si bien las exportaciones no tradicionales también se redujeron, lo hicieron mucho menos, en un monto de 14 millones de dólares (2,7 por ciento).

Hay que subrayar que el incremento de las exportaciones de hidrocarburos en 2018 se debió exclusivamente al incremento de los precios de exportación del gas natural, que aumentaron en 26,3 por ciento, mientras que los volúmenes exportados cayeron en 8,9 por ciento.

Importaciones

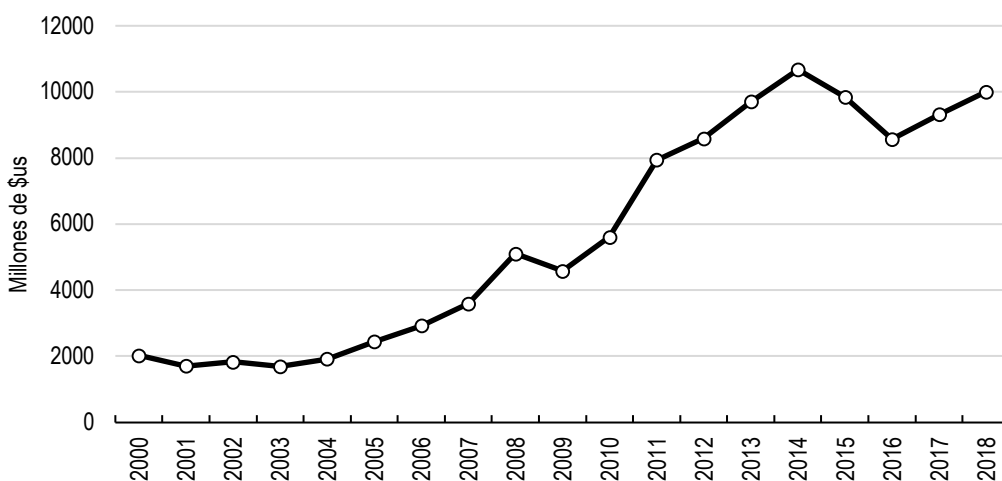
En el 2018 las importaciones crecieron en 7,9% en relación al 2017. Luego de registrar reducciones en las importaciones el 2015 y el 2016 (7,8 y 13 por ciento, respectivamente), las importaciones han registrado incrementos en los últimos años: en 2017 las importaciones crecieron en 8,7 por ciento, en tanto que en 2018 crecieron en 7,9 por ciento.

Cuadro 8. Importaciones

	Valores			Participación		Crecimiento	
	(En millones de dólares)			(%)		(%)	
	2016	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Alimentos y bebidas	634,5	678,4	676,1	7,3%	6,7%	7%	0%
Suministros industriales	2.622,9	2.763,9	2.949,1	29,7%	29,4%	5%	7%
Combustibles y lubricantes	765,7	937,4	1.357,0	10,1%	13,5%	22%	45%
Bienes de Capital	1.907,0	2.183,5	2.379,3	23,5%	23,7%	14%	9%
Equipo de Transporte	1.501,0	1.525,1	1.485,0	16,4%	14,8%	2%	-3%
Artículos de consumo	1.114,8	1.205,3	1.176,5	12,9%	11,7%	8%	-2%
Bienes no especificados en otra partida	12,3	10,9	19,7	0,1%	0,2%	-12%	82%
Efectos personales	5,6	4,1	3,5	0,0%	0,0%	-27%	-14%
Totales	8.563,8	9.308,5	10.046,2	100%	100%	9%	8%

Fuente: Elaboración propia en base a información del INE.

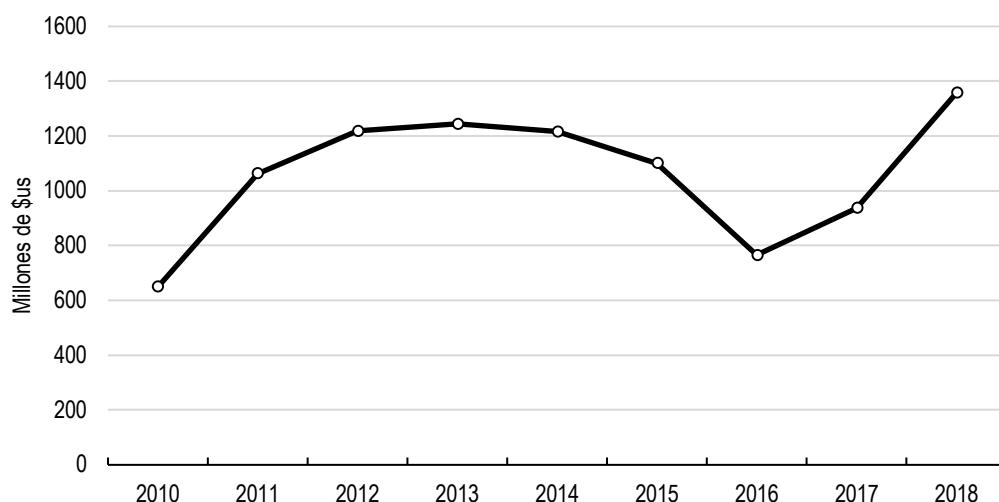
Gráfico 4. Importaciones



Fuente: Elaboración propia en base a información del BCB.

El aumento de las importaciones en 2018 se explica principalmente por el incremento en las importaciones de combustibles y lubricantes, representando el 56,9 por ciento de la subida de las importaciones totales. Como se sabe, la reducción de los volúmenes de exportación de gas conlleva una menor producción de gasolina asociada, lo que a su vez entraña una caída en la oferta nacional de combustibles; todo lo cual, presiona al incremento de las importaciones de hidrocarburos, tal como se muestra en el Gráfico 5. He aquí también una explicación a los esfuerzos que realiza el gobierno por incrementar la comercialización de combustibles que tengan un porcentaje de alcohol anhidro.

Gráfico 5. Importaciones de Combustibles y Lubricantes



Fuente: Elaboración propia en base a información del BCB.

Le siguen, en importancia, el incremento en las importaciones de bienes de capital, que explican el 26,5 por ciento del incremento en las importaciones; los suministros industriales, por su parte, explican el 25,1 por ciento del incremento en las importaciones.

En el primer semestre del presente año, las importaciones crecieron en \$us.69,2 millones (2,2 por ciento). Este incremento se explica, otra vez, por un importante aumento de las importaciones de combustibles y lubricantes, que crecieron en \$us.147,1 millones (38,4 por ciento). Este incremento fue en compensado en parte por la caída de las importaciones de bienes de capital en \$us.134,5 millones (una reducción de 16,7 por ciento).

Ingreso primario/ingreso secundario

Cuadro 9. Balance de Ingreso Primario e Ingreso Secundario

	Valores			Crecimiento	
	(En millones de dólares)			(%)	
	2016	2017	2018	2017	2018
Ingreso Primario	-620,9	-1.060,4	-974,9	71%	-8%
Crédito	138,2	230,3	182,5	67%	-21%
Débito	759,1	1.290,7	1.157,4	70%	-10%
Ingreso Secundario	1.227,7	1.384,6	1.250,7	13%	-10%
Crédito	1.454,4	1.622,7	1.542,1	12%	-5%
Débito	226,8	238,1	291,4	5%	22%

Fuente: Elaboración propia en base a información del BCB.

El ingreso primario está constituido por el pago a los factores de producción que se obtienen de entidades que residen fuera del país, menos los pagos que se reciben por el uso de factores nacionales. Los ingresos por este concepto presentaron para el país en 2018 \$us.182,5 millones, mientras que los egresos alcanzaron a 1.157,4 millones, lo que da un saldo del ingreso primario para el país *negativo* de \$us.974,9 millones (-2,4 por ciento del PIB). Este saldo fue un 8 por ciento menor al registrado en el 2017. La mayor incidencia provino de la reducción de los pagos por este concepto al exterior, que se

redujo en \$us.133,3 millones (es probable que esta reducción se explique por la menor utilidad de las empresas que explotan hidrocarburos, derivada de la disminución de las exportaciones de gas).

El ingreso secundario contabiliza las transacciones que realiza el país con el resto del mundo por concepto de transferencias. En 2018, el país recibió por ingreso secundario \$us.1.542 millones, principalmente por las remesas de los bolivianos residentes en otros países. En cambio, este tipo de transferencias de residentes bolivianos hacia el resto del mundo fue de \$us.291,4 millones. El saldo de este ingreso arroja una cifra favorable a Bolivia de \$us.1.250,7 millones (3,1 por ciento del PIB), aunque menor al ingreso de 2017 en \$us.133,9 millones (9,7 por ciento, menos).

Financiamiento

Restándole al saldo en Cuenta Corriente, el saldo en Cuenta de Capital y los Errores y Omisiones (que en 2018 alcanzaron a \$us.965,2 millones), se obtiene la necesidad de financiamiento, que, durante último año, alcanzó a \$us.2.944 millones, con un incremento de 13,1 por ciento con relación al año 2017. El financiamiento del déficit de Cuenta Corriente provino en 2018 principalmente de la reducción de los activos de reserva (Reservas Internacionales Netas), los cuales cubrieron el 41,8 por ciento de las necesidades de financiamiento. El segundo rubro en importancia fue la inversión en cartera (préstamos), que cubrió el 26,2 por ciento de las necesidades, y "Otra inversión", que cubrió el 20,3 por ciento. Esto contrasta con lo ocurrido en 2017 cuando la variación de las reservas cubrió el 8,9 por ciento de las necesidades de financiamiento, mientras que la inversión de cartera y "Otra inversión" cubrieron el 37,7 y 29,1 por ciento, respectivamente.

Cuadro 10. Balance Financiero de Balanza de Pagos

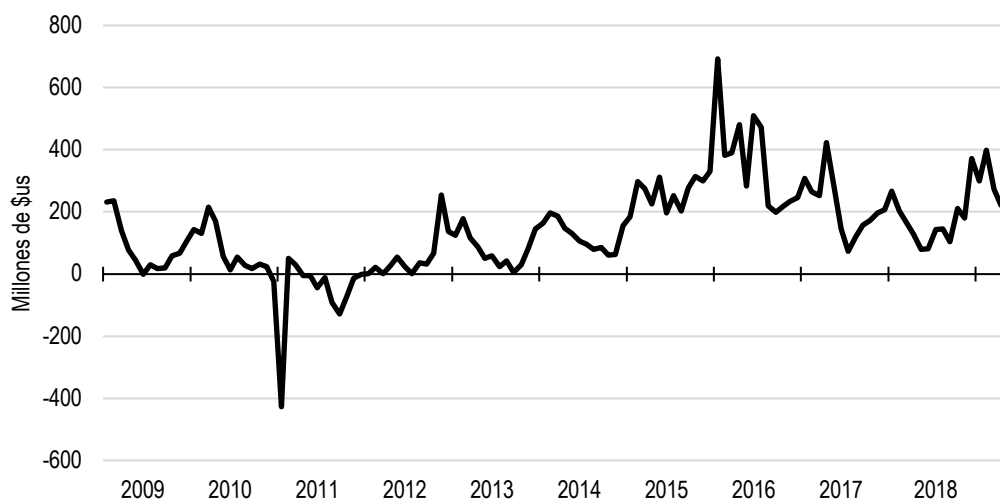
	(En millones dólares)			Variación Porcentual		Participación
	2016	2017	2018	2016-2017	2017-2018	2018
Cuenta Financiera						
(Préstamo neto (+)/Endeudamiento neto (-))	-2.253,9	-2.603,3	-2.943,5	16%	13%	
Inversión Directa	-246,5	-632,8	-343,6	157%	-46%	12%
Adquisición neta de activos financieros	88,9	79,7	-88,5	-10%	-211%	
Pasivos netos incurridos	335,4	712,5	255,1	112%	-64%	
Inversión de cartera	931,7	-980,2	-772,1	-205%	-21%	26%
Adquisición neta de activos financieros	953,0	49,9	-749,7	-95%	-1602%	
Pasivos netos incurridos	21,3	1.030,1	22,4	4741%	-98%	
Otra inversión	106,8	-757,9	-598,3	-810%	-21%	20%
Adquisición neta de activos financieros	818,0	165,4	90,5	-80%	-45%	
Pasivos netos incurridos	711,3	923,3	688,8	30%	-25%	
Activos de reserva 1/	-3.045,9	-232,4	-1.229,5	-92%	429%	42%

Fuente: Elaboración propia en base a información del BCB.

La necesidad de financiamiento del déficit en cuenta corriente de balanza de pagos se ha ido incrementando en los últimos años, y con cambios en la importancia de las fuentes. Así, en 2018 el financiamiento de este déficit por la inversión directa y el crédito externo contratado ha sido menor, a la vez que la caída en las reservas internacional ha cubierto una parte importante de las necesidades de financiamiento.

El tipo de cambio se ha apreciado en los últimos años, lo que es evidente por el persistente déficit en la Cuenta Corriente, así como también por la persistente pérdida de RIN. Como se observa en el Gráfico 6, la demanda de divisas se ha mantenido en promedio en \$us.200 millones mensuales desde el 2015.

Gráfico 6. Demanda de \$us del Sector Privado al BCB

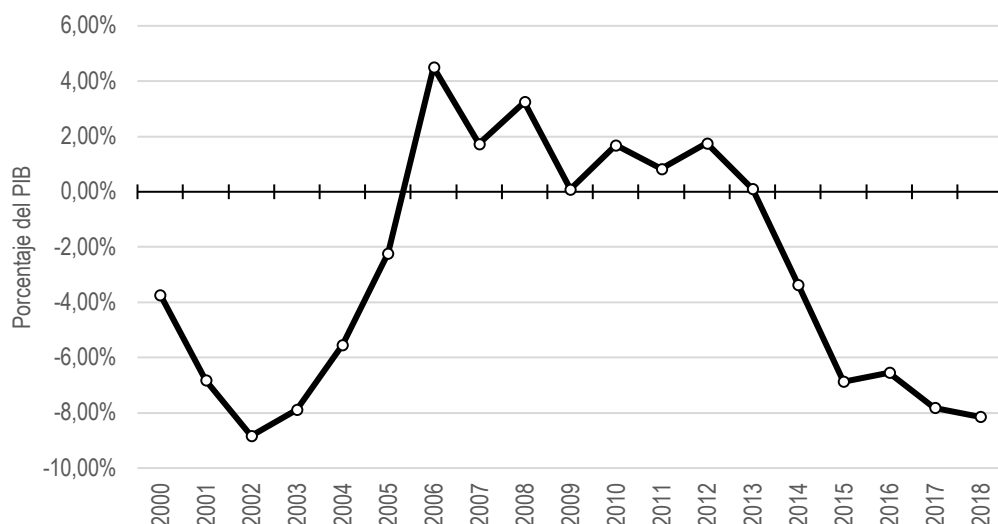


Fuente: Elaboración propia en base a información del BCB.

Gestión fiscal

Durante la gestión 2018 el déficit del Sector Público No Financiero alcanzó la suma de Bs.22.670 millones (\$us.3.305 millones), representando el 8,1 por ciento del PIB. Este déficit no solamente es elevado, sino que ha mostrado ser persistente y es insostenible. Como se ve en el Gráfico 7, el país ha experimentado elevados déficits desde el 2015 (si consideramos el déficit de 2014 de 3,4% como “moderado”), que tienden además a acrecentarse. Ya se vio en el análisis del sector externo de la economía, que este nivel de déficit tiene relación con la reducción de los precios, y más recientemente con la caída en los volúmenes de las exportaciones de hidrocarburos. La persistencia del déficit sugiere, entonces, que las causas del mismo no son transitorias, sino permanentes.

Gráfico 7. Déficit Fiscal (Porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia en base a información Ministerio de Economía y del BCB.

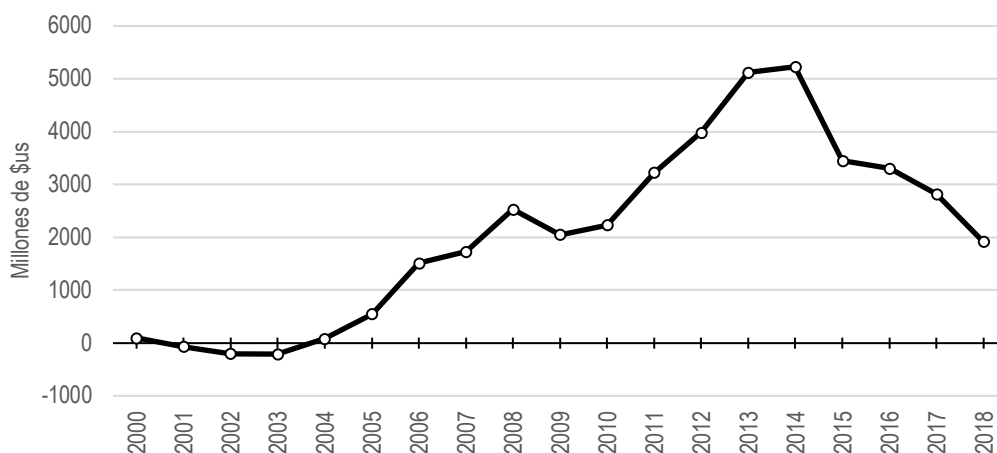
Adicionalmente, y tal como se puede apreciar en el Cuadro 11, el déficit del SPNF es creciente. En 2018, este déficit creció 12 por ciento (luego de haberse incrementado 20 por ciento en 2017). Ello sugiere que el Gobierno Nacional no ha sabido (o no ha querido) adoptar medidas de ajuste para reducir el déficit fiscal, lo que además levanta dudas sobre la posibilidad de ajustar el déficit rápidamente. De hecho, el incremento del déficit en los últimos dos años se ha debido a un aumento de los gastos (6 por ciento en 2017 y 5 por ciento en 2018) más rápido que el crecimiento de los ingresos (3 por ciento, en ambas gestiones). A su vez, los egresos corrientes han crecido más rápidamente que los ingresos corrientes; si los egresos de capital se redujeron en 11%, los egresos corrientes no han cesado de crecer (12 por ciento). El incremento en los egresos corrientes se explica por la incidencia de los servicios personales, debido, entre otras cosas, al pago del doble aguinaldo, y en menor medida por el crecimiento de la adquisición de bienes y servicios. Así pues, son los egresos corrientes, y en especial el pago de servicios, que explican el crecimiento del déficit del sector público en los últimos años.

Cuadro 11. Balance Consolidado del Sector Público No Financiero

	(En millones de \$us.)			Participación		Crecimiento		Incidencia	
	2016	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Ingresos Totales	14.689,8	15.201,7	15.698,5	100%	100%	3%	3%		
Ingresos Corrientes	14.627,0	15.032,8	15.605,9	99%	99%	3%	4%	0,79	1,15
Ingresos Tributarios	6.754,9	6.804,7	7.095,2	45%	45%	1%	4%	0,12	0,51
Impuestos sobre Hidrocarburos	501,3	476,5	475,1	3%	3%	-5%	0%	-0,06	0,00
Venta de Hidrocarburos	4.214,5	4.399,0	4.993,9	29%	32%	4%	14%	0,45	1,04
Venta de Otras Empresas	1.096,9	1.244,5	1.235,5	8%	8%	13%	-1%	0,36	-0,02
Otros Ingresos Corrientes	2.059,4	2.108,2	1.806,2	14%	12%	2%	-14%	0,12	-0,53
Ingresos de Capital	62,8	168,9	92,6	1%	1%	169%	-45%	0,21	-0,15
Egresos Totales	17.150,9	18.157,7	19.003,2	100%	100%	6%	5%		
Egresos Corrientes	11.324,1	12.217,5	13.692,9	67%	72%	8%	12%	0,89	1,75
Servicios Personales	4.072,3	4.676,2	5.411,0	38%	40%	15%	16%	0,68	0,50
Bienes y Servicios	4.634,7	5.105,6	5.561,8	42%	41%	10%	9%	0,53	0,31
Intereses y Com. Deuda Externa	182,5	257,8	320,0	2%	2%	41%	24%	0,08	0,04
Intereses y Com. Deuda Interna	54,0	39,6	51,5	0%	0%	-27%	30%	-0,02	0,01
Transferencias Corrientes	1.972,7	1.817,7	1.953,5	15%	14%	-8%	7%	-0,17	0,09
Otros Ingresos Corrientes	407,7	320,5	395,1	3%	3%	-21%	23%	-0,10	0,05
Egresos de Capital	5.826,8	5.940,2	5.310,3	33%	28%	2%	-11%	0,11	-0,75
Superávit o Déficit Corriente	3.302,9	2.815,3	1.913,0	N.A.	N.A.	-15%	-32%		
Superávit o Déficit Global	-2.461,0	-2.956,0	-3.304,7	N.A.	N.A.	20%	12%		

Fuente: Elaboración propia en base a información del BCB.

El Gráfico 8 muestra el superávit corriente, que, sin embargo, ha tendido a caer fuertemente los últimos años, mostrando una tendencia de reducción de los ingresos corrientes y de crecimiento de los egresos corrientes. También hay que notar el rápido crecimiento de los pagos por intereses de deuda externa e interna (a pesar de lo cual se mantiene en niveles relativamente bajos; \$us.320 millones, representando el 2% de los egresos corrientes). No obstante, habrá que señalar que, si el tipo de cambio está sobrevaluado, el peso del servicio de la deuda está subestimado.

Gráfico 8. Superávit/Déficit Corriente

Fuente: Elaboración propia en base a información Ministerio de Economía y del BCB.

Ahora bien, el importante déficit fiscal global del año 2018 se ha financiado principalmente recurriendo al financiamiento interno, que alcanzó a \$us.2.544 millones, cubriendo el 77 por ciento del déficit del SPNF en el año. El financiamiento externo fue de \$us.761 millones, cubriendo el restante 23 por ciento del déficit. Esto marca un contraste con la forma en la que se financió el déficit el año 2017, cuando el financiamiento externo cubrió el 72 por ciento del déficit, mientras que el restante 28 por ciento fue cubierto con financiamiento externo.

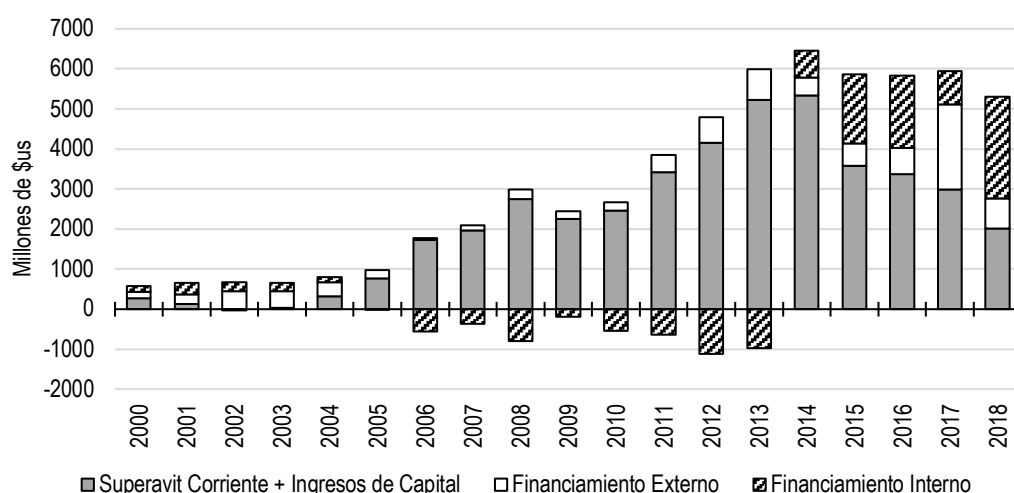
Cuadro 12. Financiamiento del Balance del Sector Público No Financiero

	(En millones de \$us.)			Participación		Crecimiento	
	2016	2017	2018	2017	2018		
	Financiamiento Total	2.461,0	2.956,0	3.304,7			20%
Financiamiento Externo	665,5	2.134,5	761,2	72%	23%	221%	-64%
Desembolsos (2)	1.000,0	2.394,9	1.168,3	112%	153%	139%	-51%
Amortizaciones	-278,1	-326,9	-355,6	-15%	-47%	18%	9%
Depósitos Bancos Exterior	-56,4	66,5	-51,5	3%	-7%	-218%	-177%
Financiamiento Interno	1.795,5	821,5	2.543,5	28%	77%	-54%	210%
Banco Central	1.420,8	1.069,3	1.749,5	130%	69%	-25%	64%
Cuasifiscal BCB	-135,9	-166,7	-168,6	-16%	-10%	23%	1%
Crédito Neto	1.556,7	1.236,1	1.918,1	116%	110%	-21%	55%
Crédito Neto Sistema Financiero (3)	447,8	57,4	215,4	7%	8%	-87%	275%
Otros Financiamientos Internos (4)	-73,1	-305,3	578,7	-37%	23%	318%	-290%

Fuente: Elaboración propia en base a información del BCB.

Como es evidente, la principal fuente de financiamiento interno está conformada por los créditos que otorga el Banco Central al Sector Público No Financiero. Esto tiene el efecto de expandir la oferta monetaria, como se verá más adelante.

Gráfico 9. Financiamiento de la Inversión Pública



Fuente: Elaborado con información Ministerio de Economía y del BCB.

Mientras se registraba un superávit en el balance fiscal corriente, este ahorro del SPNF se destinaba a la inversión pública y tan solo en escasa medida a la acumulación de ahorro financiero (acumulación de depósitos). Pero una vez que los ingresos del SPNF se han reducido, la inversión que el sector

público puede financiarse se reduce. Y si no se ajustan las cuentas fiscales, y más bien se mantienen el mismo nivel precedente de gasto e inversión, este tiene forzosamente que financiarse con la reducción del ahorro público generado en el período de bonanza y luego con el acceso al crédito (o lo que es lo mismo, generando un déficit global). El Gráfico 9 muestra cómo se ha financiado la inversión pública con el ahorro generado desde que empezó el *boom* de precios.

Los ingresos extraordinarios que el SPNF disfrutó desde el 2006 hasta el 2013, permitieron financiar una creciente inversión pública sin recurrir al financiamiento. Aun cuando se tuvo acceso a cierto endeudamiento externo, éste fue relativamente pequeño y en todo caso menor al ahorro que generó el SPNF. Ahora bien, luego de la caída de los precios de las exportaciones, la inversión pública solo se redujo marginalmente el año 2015, continuando cercana a los \$us.6.000MM; solamente en 2018 se percibe una reducción mayor. No obstante, el financiamiento de la inversión ha cambiado radicalmente. En 2017, el superávit corriente y los ingresos de capital financiaron el 50,2 por ciento de la inversión, mientras que el financiamiento externo financió el 35,9 por ciento, y el financiamiento interno el 13,8 por ciento. Por el contrario, en 2018 solamente el 37,8 por ciento de la inversión pública fue financiado por el ahorro del sector público, mientras que el financiamiento interno financió el 47,9 por ciento, y el financiamiento externo el 14,3 por ciento. (Esto sugiere la importancia que podría tener un eventual ajuste de la inversión pública para eliminar el déficit; la inversión pública debería reducirse a \$us.2.006 millones en vez de los \$us.5.310 millones ejecutados el 2018).

Tal como se desprende de las declaraciones de altos funcionarios, el gobierno defiende la tesis de que el déficit fiscal es transitorio. Desde ya, al principio de la caída de los precios de los hidrocarburos se tenía la esperanza de que esta caída fuese transitoria, y que los precios se recuperarían en el tiempo, hasta incluso alcanzar los niveles de ingresos de mediados de 2014. No obstante, la caída de los precios ha demostrado ser sostenida, y a lo cual últimamente se suma la preocupación por la caída en los volúmenes de exportación de gas. También se ha argüido que el déficit se relacionaría con las inversiones del sector público, las mismas que al madurar y generar ingresos, reducirían (o eliminarían) el déficit. Sin embargo, para que ello suceda se requiere que las inversiones del sector público sean rentables (generen una tasa de retorno positiva).

Pero no es todo. También existe una diferencia importante entre la inversión que se genera con superávit corriente, y la inversión basada en financiamiento. De hecho, la inversión pública en el período 2006-2013 reflejaba la manera en la que se invertía el superávit disponible: si esta inversión no generaba un retorno, no afectaba los equilibrios macroeconómicos. En cambio, cuando la inversión se financia con crédito, posteriormente se debe pagar el costo de esta deuda, para lo que se necesitarán recursos que deberán generarse a partir del retorno de los proyectos, o bien de otros ingresos que puedan captarse por mayores impuestos o por la reducción de otros gastos, de manera que pueda generarse un superávit primario, necesario para servir la deuda. Lo que aquí debe considerarse es que la inversión pública ha sido creciente desde el 2004, habiendo alcanzado un pico el año 2014; para desde entonces reducirse, aun cuando marginalmente. Con todo, en 2018 la inversión pública sumó \$us.5.310 millones. Y lo que es más preocupante aún: que las empresas públicas, incluso con mejores ingresos en el último año, no han logrado generar superávits.

Así pues, y dado que el déficit fiscal no es transitorio -todas las evidencias lo dicen-, la vuelta al equilibrio fiscal requerirá de medidas de política expresamente diseñadas para bajar el déficit. Al respecto, cabe una reflexión: algunos analistas sugieren que el proceso de ajuste debería suponer ante todo un ajuste de la inversión pública, y básicamente por un menor costo social potencial (desempleo). No obstante, hay que considerar que la inversión pública tiene un elevado componente de construcción -muy importante por su impacto en el empleo-, por lo que no es posible pensar que un eventual ajuste por el lado de la inversión evitaría el costo social del ajuste. Adicionalmente, la inversión pública que genera bienes públicos es clave para el desarrollo futuro, por lo que basar el ajuste en la inversión pública puede reducir el potencial de crecimiento de la economía en el largo plazo. Por todo ello, un proceso de ajuste fiscal muy probablemente no podrá soslayar la necesidad de recortar los gastos de inversión pública, tanto como un ajuste del gasto corriente. Por lo demás, un ajuste basado solamente en el

lado de la demanda generará un mayor costo social que uno que trate también de incentivar la oferta de bienes transables.

Cuadro 13. Operaciones Consolidadas del Sector Público No Financiero

	(En millones de \$us.)		
	Abril		
	2018	2019	Diferencia
Ingresos Totales	5.417,6	5.748,7	6%
Ingresos Corrientes	5.365,9	5.744,9	7%
Ingresos tributarios	2.789,2	2.913,8	4%
Ingresos por hidrocarburos	1.647,9	1.732,3	5%
Otros ingresos corrientes	928,8	1.098,8	18%
Ingresos de Capital	51,8	3,9	-92%
Egresos Totales	5.149,7	5.260,3	2%
Egresos Corrientes	3.579,9	3.917,1	9%
Servicios personales	1.454,2	1.591,3	9%
Bienes y servicios	1.248,4	1.270,1	2%
Intereses por deuda externa e interna	121,0	141,3	17%
Transferencias corrientes	541,4	635,1	17%
Otros Egresos corrientes	214,9	279,3	30%
Egresos de Capital	1.569,8	1.343,2	-14%
Superávit (Déficit) Corriente	1.786,0	1.827,8	2%
Superávit (Déficit) Global	268,0	488,5	82%
Financiamiento	-268,0	-488,5	82%
Crédito Externo Neto	168,9	109,1	-35%
Crédito Interno Neto	-436,9	-597,6	37%

Fuente: Elaboración propia en base a información del MEFP.

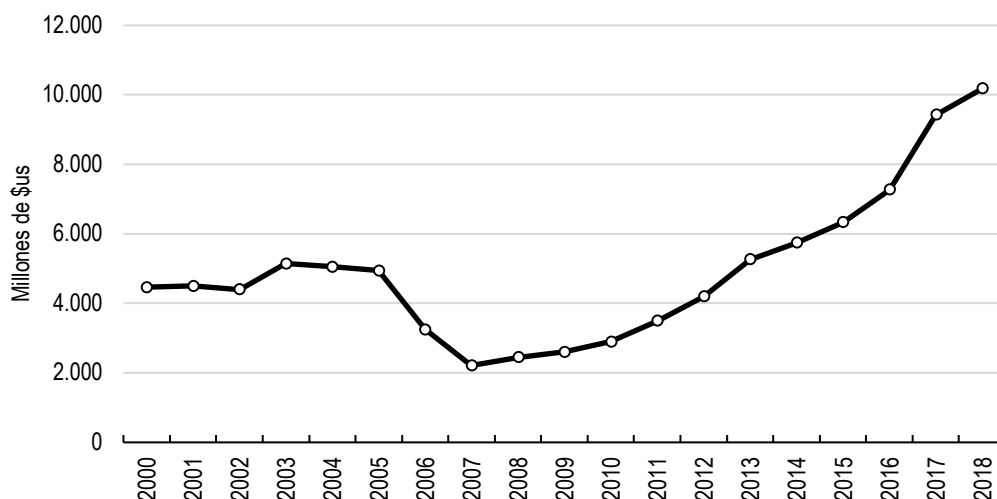
Para el primer cuatrimestre del presente año se advierte un incremento de los ingresos totales del 6 por ciento, frente a un incremento de 2 por ciento de los gastos totales; el superávit al mes de abril fue de \$us.488 millones, un 82% mayor al superávit del primer cuatrimestre del pasado año. Si bien el porcentaje parece elevado, el monto adicional del superávit es más bien moderado (\$us.220 millones). El primer cuatrimestre muestra una pequeña mejora en las cuentas fiscales, pero este resultado puede cambiar en los siguientes dos cuatrimestres del año.

Endeudamiento externo

Ya se dijo que el elevado déficit fiscal que el país ha mantenido los últimos años ha sido financiado en parte por el endeudamiento externo. Como resultado, la deuda externa ha crecido fuertemente los últimos años como se puede observar en el siguiente gráfico.

A marzo de 2019, el endeudamiento externo alcanzó un monto de \$us.10.166,2 millones. La mayor parte de este endeudamiento corresponde a deudas con los organismos multilaterales a los que se adeuda \$us.6.716 millones (66,1 por ciento del total). Le siguen la deuda que corresponde a la emisión de bonos soberanos \$us.2.000 millones (19,7 por ciento), y la deuda bilateral de \$us.1.185,3 millones (11,7 por ciento). Completan el monto adeudado las asignaciones de DEGs, Suces, Pesos Andinos y depósitos, que mantienen algunos organismos en el Banco Central con fines operativos.

Gráfico 10. Deuda Externa Pública



Fuente: Elaboración propia en base a información Ministerio de Economía y Finanzas y del BCB.

En este marco, autoridades de gobierno han anunciado su intención de continuar la política de endeudamiento externo para financiar el programa de inversión pública. Frecuentemente se cita como un parámetro del nivel de endeudamiento que el país puede alcanzar la relación Deuda/PIB; esta relación se ha situado a marzo de este año en 23,2 por ciento, de acuerdo al informe del Banco Central. También se suele comparar esta relación con el límite de 50 por ciento, indicador de solvencia utilizado por la Comunidad Andina de Naciones (CAN). Siguiendo este criterio, y tomando en cuenta que el PIB se situó en 2018 en \$us.40.000 millones, querría decir que la deuda externa pública podría crecer hasta los \$us.20.000 millones. No obstante, el tamaño del déficit fiscal, si éste se financia enteramente con deuda externa, haría que el límite de la misma se alcance rápidamente. Así pues, los aproximadamente \$us.10.000 millones que serían el espacio de endeudamiento -utilizando el criterio del PIB- se alcanzarían en escasos 3 años.

De ahí por qué una medida más adecuada para juzgar el nivel de endeudamiento sería, en todo caso, la relación del servicio de la deuda con el nivel de exportaciones. Según el Banco Central, este ratio subió de 2,6% en 2014 a 6,7% en diciembre de 2018. El BCB cita el criterio del Marco de Sostenibilidad de Deuda del BM-FMI, que sitúa como límite un ratio servicio de deuda a exportaciones de 15 por ciento. Este criterio mostraría que todavía existe espacio para un mayor endeudamiento (que alcanzaría a \$us.1.350 millones si tomamos las exportaciones del 2018).

Pero estos indicadores pueden ser engañosos. El nivel óptimo de deuda depende de la capacidad del país de hacer frente al servicio de la deuda en el largo plazo, es decir de su capacidad de generar un superávit primario en el largo plazo. El abultado déficit, así como el hecho de que las empresas públicas no han logrado generar ingresos, así como el panorama incierto de las exportaciones de gas y minerales en el mediano plazo, suscitan dudas sobre la capacidad de generar estos superávits en el mediano plazo. De otro lado, hay que considerar que el PIB boliviano se mide sobre una economía que mantiene un tipo de cambio fijo (y sobrevaluado), por lo que para el cálculo de la relación Deuda/PIB debería de utilizarse un PIB que considere un tipo de cambio de largo plazo (o de mercado). Y en cuyo caso, con un PIB corregido por el tipo de cambio de largo plazo, la relación Deuda/PIB bien podría ser mayor.

Adicionalmente, existen ya compromisos de desembolsos importantes. De acuerdo al reporte del BCB, estos compromisos alcanzan a \$us.6.002,3 millones. Estos compromisos son seguramente mayores a los pagos que se deben realizar y elevan el monto total de la deuda contratada, por lo cual el

espacio para mayor endeudamiento no parece estar garantizado. Y no es todo: los posibles financiadores privados observan la cuestión del elevado déficit fiscal y es posible que se hallen más reticentes para otorgar más créditos al país. Consiguientemente, hay también un problema de credibilidad que puede afrontar el gobierno en los mercados de deuda.

El Gráfico I I muestra el precio del instrumento de deuda que tiene Bolivia por \$us.774.873.000 en los mercados internacionales y cuyo vencimiento es en marzo del 2028. Como se observa, en 2018 este instrumento fue castigado, alcanzando el menor precio a fines de año (\$us.85,835). En lo que va de 2019, dicho instrumento se ha recuperado, alcanzando a fines de junio un precio de \$us.97.478. De cualquier manera, hay que considerar que los precios de los instrumentos de deuda del gobierno boliviano están sujetos a lo que sucede en el mercado en general de este tipo de instrumentos (relacionados con las fluctuaciones de los rendimientos de los instrumentos de deuda de los gobiernos de los países desarrollados y emergentes) y a los desarrollos de la propia economía del país (aspectos idiosincráticos).

Gráfico I I. Valor de mercado de los Bonos Soberanos colocados por Bolivia en los mercados internacionales (porcentaje del valor nominal)



Fuente: Elaboración propia en base a información del Ministerio de Economía y Finanzas y del BCB.

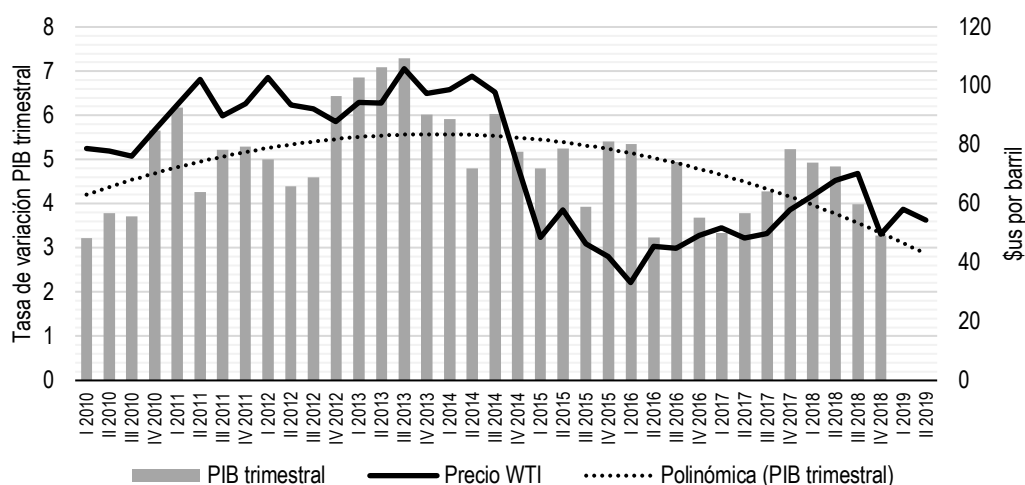
La recuperación del precio de los instrumentos de deuda bolivianos parece señalar que los mercados todavía tienen una valoración positiva de los mismos, de donde se podría colegir que existe espacio fiscal para contratar mayor deuda. Así y todo, no sería prudente pensar en el endeudamiento como una solución a los problemas fiscales, y menos todavía de forma indefinida.

Actividad económica

La economía boliviana experimenta desde el año 2015 una trayectoria menguante de crecimiento. En la segunda mitad de 2014, los precios de las materias primas que exporta Bolivia comenzaron a caer, lo que tuvo un fuerte efecto sobre el crecimiento económico. El Gráfico 12 muestra que el crecimiento del PIB fue sensible al precio de las materias primas, y en especial al precio del petróleo, que hasta ahora ha determinado el precio del gas que se exporta a Brasil y Argentina. El precio de las materias primas ha determinado en gran medida la capacidad de gasto de la economía y por lo tanto de la actividad económica en su conjunto.

No obstante, a partir de 2016 se registra una recuperación de los precios de exportación, lo que incide también en una recuperación en la tasa de crecimiento del PIB. La posterior caída en el precio del petróleo observada en la segunda mitad de 2018, también está asociada a menores tasas de crecimientos del PIB.

Gráfico 12. Crecimiento trimestral del PIB y precio de petróleo



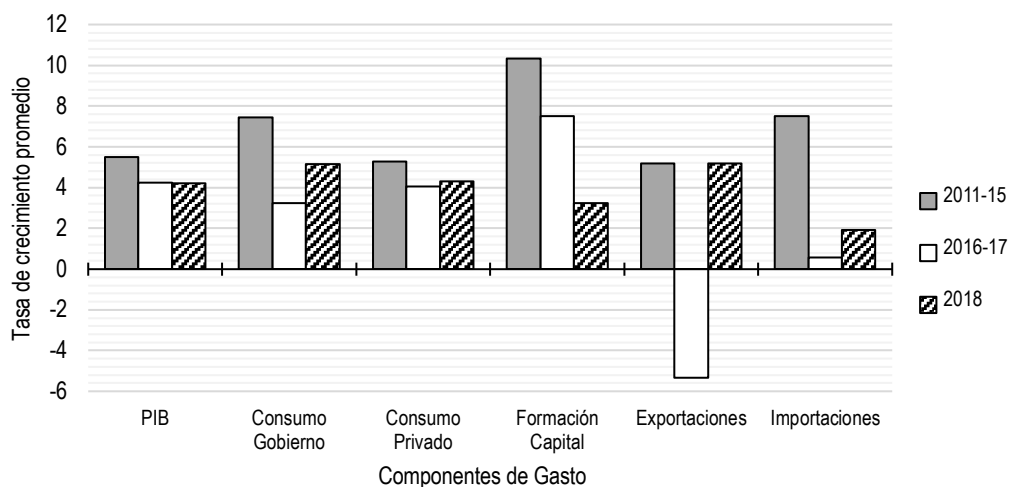
Fuente: Elaboración propia en base a información del INE.

Crecimiento por el lado del gasto

En 2018 la tasa de crecimiento del PIB se situó en 4,22 por ciento, muy similar a la tasa observada en los dos años previos (2016-2017), pero inferior a la registrada durante los años del *boom* de materias primas (2011-2015). El crecimiento de 2018 está explicado por un mayor crecimiento del consumo del gobierno, el consumo privado y las exportaciones. En el caso del consumo del gobierno y las exportaciones, éstos crecieron a tasas por encima del 5 por ciento. El consumo privado -el mayor componente del PIB- creció un 4,3 por ciento.

A pesar de la caída en sus ingresos, el gobierno ha mantenido altas tasas de crecimiento en el gasto público para evitar la desaceleración de la economía. Esto explica el aumento del déficit del Gobierno General. Pero esta política no es sostenible, ya que, para financiar este gasto, se ha recurrido a un mayor endeudamiento externo e interno, lo que también ha generado una pérdida significativa de las reservas internacionales.

Gráfico 13. Crecimiento del PIB por tipo de gasto



Fuente: Elaboración propia en base a información del INE.

Gráfico 14. Crecimiento del PIB por tipo de gasto

	Consumo Gobierno	Consumo Privado	Formación de Capital Fijo	Exportaciones	Importaciones
2011-2015	7,45	5,27	10,34	5,17	7,52
2016-2017	3,24	4,06	7,51	-5,35	0,58
2018	5,15	4,30	3,23	5,19	1,93

Fuente: Elaboración propia en base a información del INE.

En 2018, las exportaciones muestran una notable recuperación con relación al crecimiento negativo del año anterior. Este crecimiento se explica por el aumento en los volúmenes exportados de productos de minería, manufactura y agroindustria, como es el caso del zinc (5,1% de crecimiento), oro (12,1%), wólfram (36,2%), antimonio (18,1%), soya (9,4%), maderas (19,7%), castaña (81,6%), cacao (14,8%), joyería (29,6%). El contraste importante se advierte en la caída de los volúmenes de exportaciones de gas natural, menores en 8,9 por ciento.

La tasa de crecimiento de la formación de capital fijo se redujo en 2018 a 3,23 por ciento, inferior a las tasas de los dos últimos años y durante el periodo 2011-2015. Las restricciones presupuestarias y el elevado déficit fiscal, han determinado que tanto el gobierno general, como las empresas públicas, reduzcan fuertemente el gasto de capital. De acuerdo a las cifras de las operaciones del SPNF, en 2018 la formación de capital se redujo en 10,2 por ciento.

Desempeño sectorial

En cuanto a los sectores de actividad económica, se observa que el crecimiento del PIB en 2018 ha estado liderado por el sector agropecuario (que incluye la silvicultura, caza y pesca), que creció en 6,91 por ciento. También se observa una tasa alta de crecimiento en el sector de la industria manufacturera, debido a la recuperación de las actividades productoras de alimentos procesados, especialmente de exportaciones.

Los sectores extractivos, en cambio, tuvieron un desempeño menos favorable. El PIB de la minería creció 1,87 por ciento en 2018, menor a la tasa promedio de crecimiento de los dos años previos,

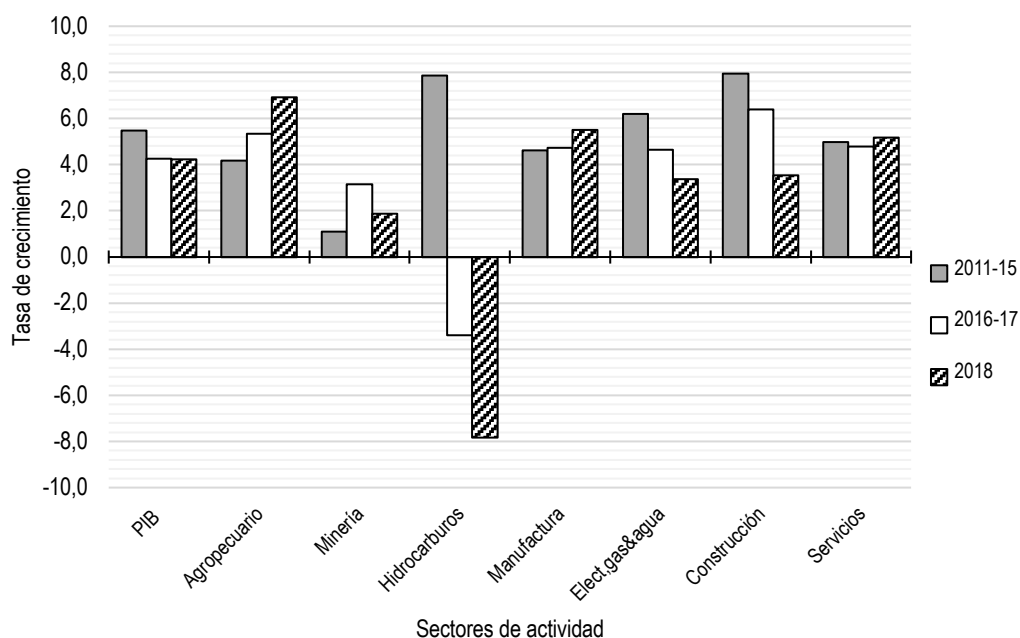
que ya había sido baja (3,14%). El agotamiento de los yacimientos mineros, y la falta de nuevas inversiones de importancia, que aumenten la capacidad exportadora del país, explican este bajo comportamiento. El desempeño del sector de hidrocarburos fue aún menos alentador, ya que el PIB del sector cayó 7,82 por ciento en 2018, después de ya haber mostrado tasas negativas en los dos años previos, y principalmente por factores de demanda y menores volúmenes de gas exportados a Brasil y Argentina.

El PIB de electricidad, gas y agua presenta una tasa de crecimiento de 3,38% para 2018. Esta tasa de crecimiento se ha ido reduciendo durante el periodo post-bonanza, luego de alcanzar una tasa promedio anual de 6,19 por ciento entre 2011 y 2017. La pérdida de dinámica del sector se explica por la desaceleración del consumo eléctrico, en especial el consumo residencial, industrial y de la minería.

El sector de la construcción experimentó también una desaceleración relevante. En 2018, su tasa de crecimiento fue de 3,54 por ciento, después de varios años con tasas promedio de crecimiento de 7,95 por ciento. El fin del super-ciclo de las materias primas se ha traducido en menor disponibilidad de financiamiento, lo que afecta sustancialmente la dinámica de la construcción.

Finalmente, los sectores de servicios han mantenido una tasa de crecimiento estable, creciendo el PIB de los servicios a una tasa de 5,18 por ciento.

Gráfico 15. Crecimiento del PIB por sector de actividad



Fuente: Elaboración propia en base a información del INE.

Cuadro 14. Crecimiento del PIB por sector de actividad

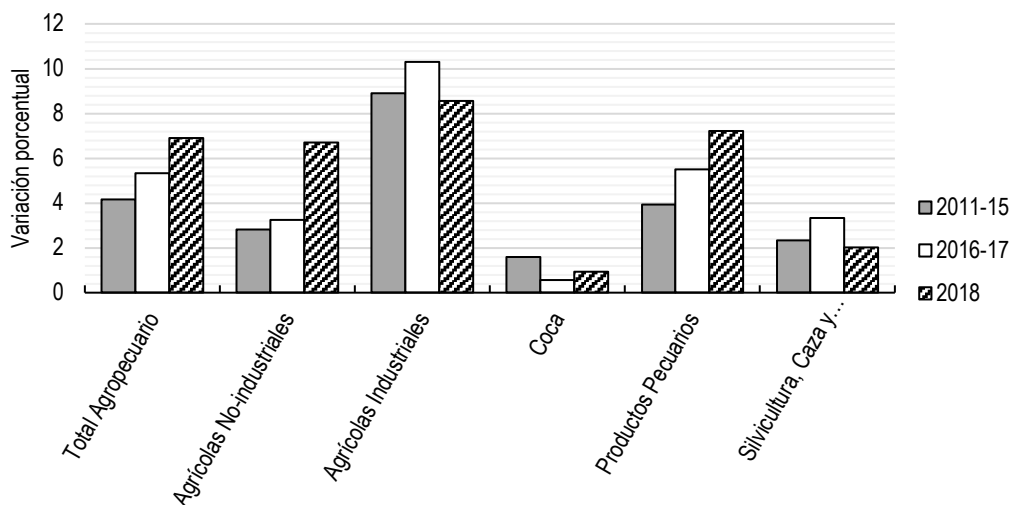
	Agrope- PIB	Agrope- cuario	Minería	Hidrocarburos	Manufactura	Electricidad, gas & agua	Construcción	Servicios
2011~2015	5,49	4,16	1,10	7,87	4,62	6,19	7,95	4,99
2016~2017	4,26	5,34	3,14	-3,38	4,73	4,66	6,40	4,79
2018	4,22	6,91	1,87	-7,82	5,52	3,38	3,54	5,18

Fuente: Elaboración propia en base a información del INE.

Agropecuaria

En 2018, el sector agropecuario ha mostrado las mayores tasas de crecimiento en comparación con otros sectores de la economía. Este comportamiento se debe básicamente a la recuperación de la producción agrícola de los efectos negativos de la sequía que afectó la producción del año agrícola 2015-2016. El buen desempeño del PIB agropecuario se debe al alto crecimiento de productos agrícolas no-industriales, cuyo PIB aumentó en 6,71 por ciento, de los productos agrícolas industriales (8,56 por ciento) y de los productos pecuarios (7,23 por ciento).

Gráfico 16. PIB del sector agropecuario, silvicultura, caza y pesca



Fuente: Elaboración propia en base a información del INE.

Cuadro 15. PIB agropecuario, silvicultura, caza y pesca

	Total Agropecuaria, Silvicultura, Caza y Pesca	Agrícolas No-industriales	Agrícolas Industriales	Coca	Productos Pecuarios	Silvicultura, Caza y Pesca
2011-2015	4,16	2,80	8,92	1,59	3,92	2,34
2016-2017	5,34	3,24	10,31	0,57	5,49	3,32
2018	6,91	6,71	8,56	0,94	7,23	2,01

Fuente: Elaboración propia en base a información del INE.

El INE todavía no ha publicado cifras sobre superficie sembrada, producción y rendimientos de los productos agrícolas para 2018. Sin embargo, por las cifras disponibles sobre exportaciones agropecuarias, se observa que los principales productos de exportación de origen agrícola muestran tasas elevadas de crecimiento en sus volúmenes exportados, después de caídas significativas en 2016 y 2017. Así, los volúmenes exportados de soya crecieron en 2018 en 6,0 por ciento, castaña 81,6 por ciento, quinua 8,4 por ciento, girasol 15,0 por ciento.

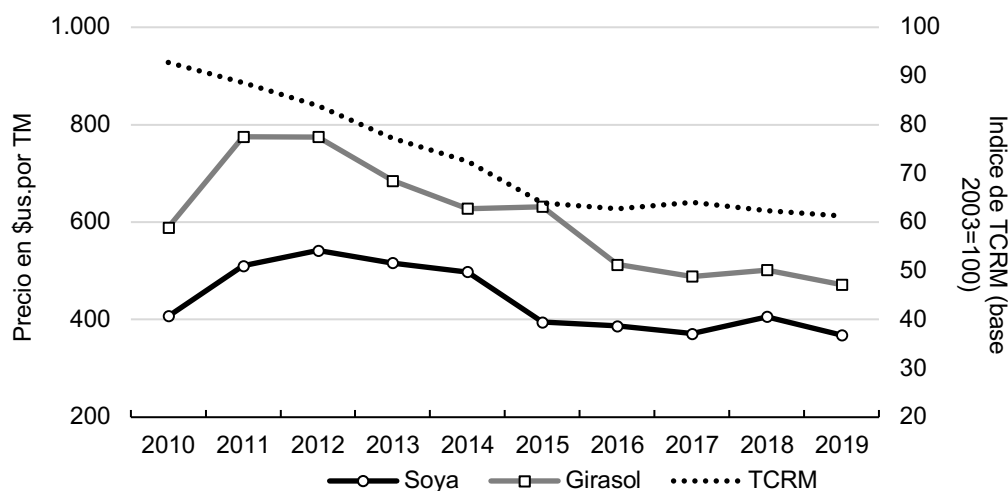
Cuadro 16. Exportaciones del sector agropecuario y forestal

	2015	2016	2017	2018	Ene-Abr 2019
Exportación anual (Miles de TM)					
Soya	2.005,4	2.219,2	1.864,4	1.975,8	588,9
Castaña	24,6	26,1	14,1	25,6	7,2
Quinua	107,7	81,4	74,5	80,7	28,9
Girasol	49,4	41,1	43,7	50,3	15,2
Maderas	50,9	47,1	60,2	72,1	25,4
Exportación mensual promedio (Miles de TM)					
Soya	167,1	184,9	155,4	164,7	147,2
Castaña	2,0	2,2	1,2	2,1	1,8
Quinua	9,0	6,8	6,2	6,7	7,2
Girasol	4,1	3,4	3,6	4,2	3,8
Maderas	4,2	3,9	5,0	6,0	6,4
Tasa de variación (%)					
Soya		10,7	-16,0	6,0	-10,6
Castaña		6,1	-45,9	81,6	-15,2
Quinua		-24,4	-8,6	8,4	7,4
Girasol		-16,7	6,3	15,0	-9,4
Maderas		-7,5	27,8	19,7	5,8

Fuente: Elaboración propia en base a información del INE.

No obstante, las exportaciones de productos de origen agrícola se han visto afectadas por la tendencia a la baja de los precios internacionales de estos productos. Los precios de la soya y girasol -los dos principales productos de exportación agrícola del oriente del país-, mostraron caídas continuas a partir de 2013. A esto se suma la cuestión de la apreciación cambiaria real, lo que también le quita competitividad al sector exportador agropecuario.

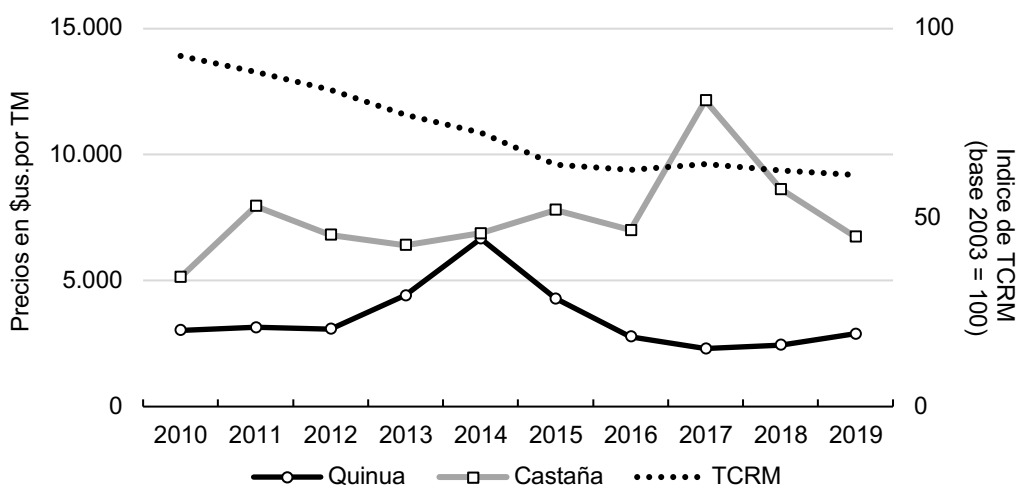
Gráfico 17. Precios de exportación de la soya y el girasol



Fuente: Elaboración propia en base a información del INE.

En el caso de la quinua, los precios de exportación muestran una caída a partir de un máximo alcanzado en 2014, cuando llegaron a un valor de 6,9 mil por TM. En cuanto a la castaña, los precios habían mostrado un alza significativa en 2017, por condiciones temporales de demanda favorables y por una baja en la producción mundial. Pero en 2018, y lo que va de 2019, los precios han retomado a los niveles más habituales. Tanto las exportaciones de quinua como de castaña, y en general todas las exportaciones agroindustriales, se han visto afectadas por la caída de precios, así como por la apreciación del tipo de cambio.

Gráfico 18. Precios de exportación de la quinua y la castaña



Fuente: Elaboración propia en base a información del INE.

Minería

La minería ha sido uno de los sectores con más bajo crecimiento. El PIB minero creció 1,87 por ciento en 2018. Pero incluso durante el periodo de bonanza de precios de minería, que benefició especialmente al sector, su desempeño fue pobre; entre 2011-2015, la tasa promedio del sector minero fue en promedio de solo 1,1 por ciento, por año.

El Cuadro 18 muestra los volúmenes exportados de los cinco productos mineros de exportación más importantes del país: zinc, plata, estaño, plomo y oro. En 2018, los volúmenes exportados de plata cayeron en 17,1 por ciento, los de estaño en 4,6 por ciento y los de plomo se mantuvieron estancados. Se observan tasas positivas de crecimiento en los volúmenes exportados de zinc (5,1 por ciento) y de oro (9,4 por ciento).

Las perspectivas de crecimiento futuro del sector minero no son muy positivas en el corto y mediano plazo, al no haber existido inversiones que replacen los proyectos que en la actualidad están en su fase de declinación. Durante el periodo enero-abril 2019, los volúmenes exportados de zinc, estaño, plomo y oro muestran caídas significativas.

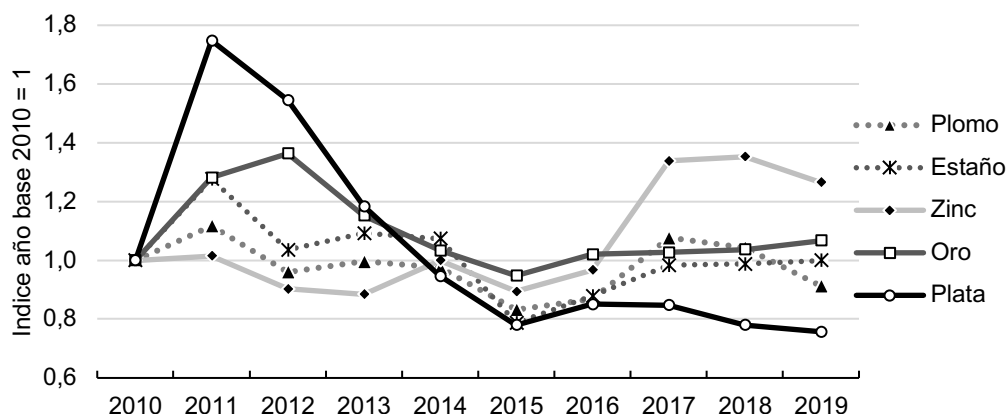
Cuadro 17. Exportaciones de minerales

	2015	2016	2017	2018	Ene-Abr 2019
Exportación anual (Miles de TM)					
Zinc	682,6	720,3	719,5	755,9	241,3
Plata	16,0	20,5	15,7	13,0	4,9
Estaño	18,1	17,6	16,7	15,9	4,7
Plomo	109,7	121,5	148,7	148,7	40,2
Oro (TM)	26,1	24,7	32,2	35,2	11,5
Exportación mensual promedio (Miles de TM)					
Zinc	56,9	60,0	60,0	63,0	60,3
Plata	1,3	1,7	1,3	1,1	1,2
Estaño	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2
Plomo	9,1	10,1	12,4	12,4	10,1
Oro (TM)	2,2	2,1	2,7	2,9	2,9
Tasa de variación (%)					
Zinc		5,5	-0,1	5,1	-4,2
Plata		28,4	-23,6	-17,1	13,7
Estaño		-2,9	-5,2	-4,6	-10,9
Plomo		10,7	22,4	0,0	-18,9
Oro		-5,1	30,3	9,4	-1,8

Fuente: Elaboración propia en base a información del INE.

El comportamiento declinante en los volúmenes de producción y exportación se da en un contexto en que los precios de los minerales habían mostrado una tendencia al alza, después de la caída observada entre 2011 y 2015 (solamente el precio de la plata había registrado una caída continua desde 2012, y que se mantuvo hasta el primer semestre de 2019). Sin embargo, ya en 2018 y sobre todo en 2019, en los casos del zinc, estaño y plomo, se evidencia una marcada tendencia a la baja en los precios. De hecho, la caída del precio del zinc se ha agudizado en los últimos dos meses, incluso con un brusco descenso de 8,7 por ciento en una semana. El precio del estaño, por su lado, experimentó un descenso de 21,6 por ciento entre marzo y agosto 2019. Y en cuanto al precio del plomo la tendencia a la baja comenzó en 2018, y ha continuado en el curso de este año.

Gráfico 19. Precios de exportación de minerales



Fuente: Elaboración propia en base a información del INE.

Hay que subrayar que la caída en los volúmenes de exportación de nuestros minerales, se dio aún en los años de recuperación de los precios. Actualmente, la situación se complica mucho más por la tendencia descendente de precios que sufre la mayoría de los minerales bolivianos, lo que, por cierto, acentúa las perspectivas negativas del sector.

Hidrocarburos

Los hidrocarburos constituyen la principal fuente de recursos externos y fiscales del país. Por ello, es preocupante observar su desempeño negativo en los últimos cuatro años. En 2018, el PIB del sector cayó 7,82 por ciento, después de haber mostrado ya tasas negativas en los dos años previos. De acuerdo a información del Ministerio de Hidrocarburos, durante los primeros cuatro meses de 2019 se mantiene la caída en los niveles de producción.

Como puede observarse en el Cuadro 19, la producción de gas natural cayó de un promedio de 59,2 millones de metros cúbico diarios (MM3/día) en 2015 a 51,5 MM3/día en 2018. En el periodo enero-abril de 2019, la producción solo llegó a 42,8 MM3/día, aunque este nivel seguramente aumentará en los meses siguientes, por la llegada de la estación de invierno. Debido a que la producción de petróleo en Bolivia depende de la producción de gas natural, se observa la misma tendencia en los volúmenes producidos de crudo. La producción de petróleo cayó de un promedio diario de 60,8 mil barriles diarios (MB/día) en 2015 a un promedio de 50,9 MB/día en 2018. El 2019 también se observa una caída adicional a solo 43,1 MB/día.

Cuadro 18. Volúmenes de producción de hidrocarburos

	2015	2016	2017	2018	Ene-Abr 2019
Gas Natural (Millones m ³)					
Producción anual	21.601,2	20.727,4	20.132,5	18.808,0	3.853,1
Producción promedio diaria	59,2	56,8	55,2	51,5	42,8
Petróleo (Miles de barriles)					
Producción anual	22.191,7	20.702,5	19.906,8	18.577,5	3.883,3
Producción promedio diaria	60,8	56,7	54,5	50,9	43,1
GLP (Toneladas métricas)					
Producción anual	135,7	113,3	100,6	90,8	19,5
Producción promedio diaria	0,37	0,31	0,28	0,25	0,22

Fuente: Elaboración propia en base a información del Ministerio de Hidrocarburos.

El desempeño negativo del sector se debe principalmente a la menor demanda de gas natural por parte de Brasil y Argentina, aunque la producción futura del sector podría también verse afectada por factores de oferta.

Como puede observarse en el Cuadro 20, los volúmenes exportado de gas natural cayeron de 45 MM3/día en 2015 a 38,1 MM3/día en 2018. En el periodo enero-abril 2019 solo se exportaron 28,3 MM3/día, aunque este valor también podría incrementarse en los meses siguientes. La razón por la cual Brasil y Argentina están demandando menores volúmenes de gas de Bolivia, se debe a que estos países han desarrollado fuentes alternativas de oferta de este energético, ya sea ésta producida internamente o importada como gas natural licuado (GNL). Ambos países han instalado plantas de regasificación de GNL. Además, han avanzado en desarrollar sus propias reservas de gas natural, y que ya utilizan para su consumo interno, y así pueden reducir sus importaciones.

Esta situación de menor demanda podría agudizarse en el futuro, especialmente porque el contrato de compra-venta de gas firmado con el Brasil concluye en 2019, y las perspectivas futuras son inciertas.

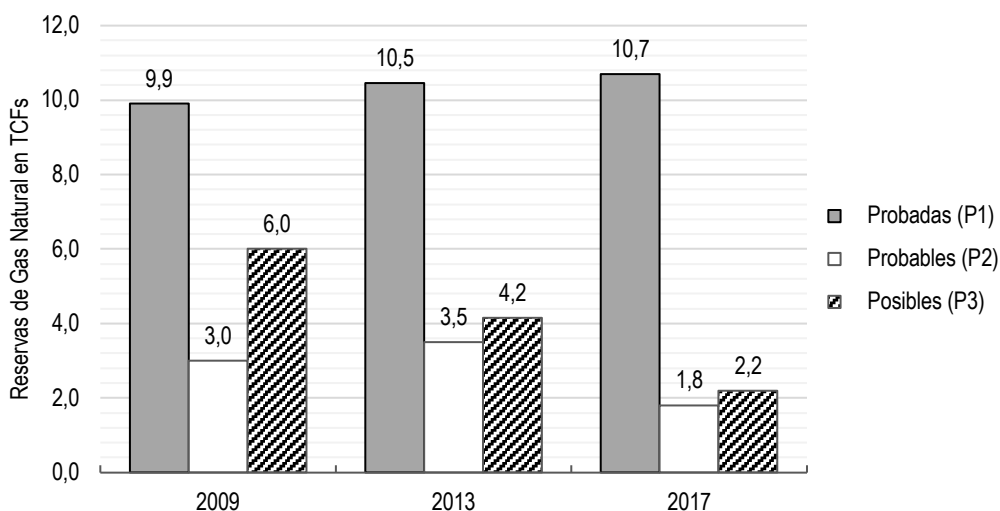
A futuro, existen factores de oferta que limitarían la capacidad de producción de gas natural, ya que no ha habido descubrimientos de nuevas reservas. En 2017, la empresa canadiense Sproule International Limited concluyó con la cuantificación y certificación de las reservas de hidrocarburos de Bolivia al 31 de diciembre de 2017, determinando la existencia probada de 10,7 trillones de pies cúbicos (TCFs) de gas, mientras que las probadas más las probables suman 12,5 TCFs y 14,7 TCFs la suma de probadas, probables y posibles. En 2009 la empresa Ryder Scott certificó la existencia de 9,94 TCFs, mientras que en 2013 se hizo la certificación con la empresa GLJ, que cuantificó en 10,45 TCFs las reservas probadas.

Cuadro 19. Volúmenes de exportación de hidrocarburos

		2015	2016	2017	2018	Ene-Abr 2019
Exportación anual						
Gas Natural	(millones m3)	17.332,4	12.050,5	15.298,4	13.890,5	3.393,4
Petróleo	(miles de barriles)	3.668,7	1.821,1	945,3	923,8	0,0
GLP (TM)		38,5	127,5	111,6	100,7	33,0
Exportación diaria promedio						
Gas Natural	(millones m3/día)	47,5	33,0	41,9	38,1	28,3
Petróleo	(miles de barriles/día)	10,1	5,0	2,6	2,5	0,0
GLP	(Kilogramos/día)	105,5	349,3	305,7	276,0	275,0
Tasa de variación (%)						
Gas Natural			-30,5	27,0	-9,2	-25,7
Petróleo			-50,4	-48,1	-2,3	-100,0
GLP			231,1	-12,5	-9,7	-0,4

Fuente: Elaboración propia en base a información del INE.

Al comparar la cuantificación de las reservas de gas de 2017 con la realizada en 2013, se observa un ligero aumento de las reservas probadas, pero esto se debe principalmente a una reclasificación de las reservas "probables" y "posibles", a "reservas probadas". En todo caso, si consideramos el total de reservas, es decir probadas, probables y posibles, se observa un descenso de 18,1 TCFs en 2013 a 14,7 TCFs en 2017. O sea, una caída de 3,4 TCFs en las reservas, que equivalen al consumo de gas natural realizado durante este periodo.

Gráfico 20. Reservas de gas natural

Fuente: Elaboración propia en base a información de YPFB.

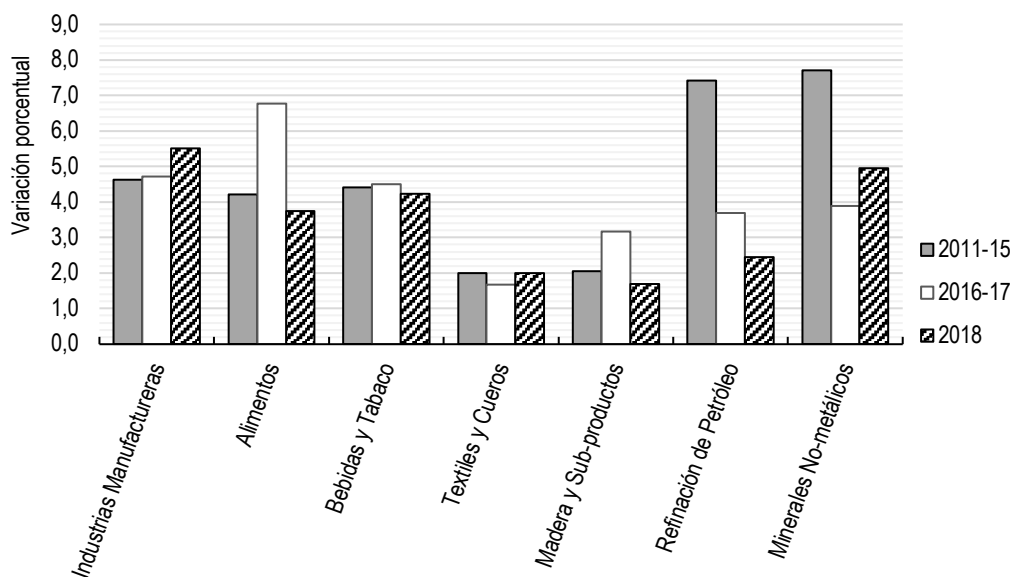
Industria manufacturera

En 2018, la industria manufacturera tuvo una tasa de crecimiento de 5,52 por ciento, por encima de la tasa de crecimiento global del PIB, explicado por el extraordinario crecimiento del rubro de manufacturas que creció a una tasa de 23,35 por ciento, y en particular de la producción y exportaciones de la joyería de oro, que creció en casi 30 por ciento. Además, a partir de 2018 el país comenzó a producir y exportar urea granulada, lo que también incidió en la alta tasa de crecimiento de este rubro.

El rubro de alimentos, bebidas y tabaco creció en 2018 a una tasa promedio de 4 por ciento, liderado por los sectores de agroindustriales, principalmente soya y girasol, tanto para el mercado externo como interno.

La industria liviana, como los textiles, productos de madera y papel, mostraron tasas más bajas de crecimiento, por debajo de 2 por ciento. Estos rubros son de los más expuestos a la competencia de las importaciones, y notablemente el contrabando, y también a la significativa apreciación cambiaria. También ha de considerarse que este sector ha sido afectado por los elevados costos de producción, especialmente los costos laborales y de transporte.

Gráfico 21. PIB de los sectores de la industria manufacturera



Fuente: Elaboración propia en base a información del INE.

Desde el punto de vista de los mercados de destino de la producción, la industria nacional exhibe muy pocos cambios. De hecho, de los sectores de manufacturas solamente dos están orientados a las exportaciones, ya que destinan una parte importante de su producción a los mercados externos: i) alimentos procesados, que comprende básicamente la cadena de la soya y sub-productos, y ii) productos metálicos básicos, que comprende la fundición de metales, en especial estaño, plomo, plata, antimonio y oro. Los demás sectores de la industria orientan su producción básicamente al mercado interno, lo cual no les permite alcanzar economías de escala, y de esta forma poder reducir costos y ser más competitivos.

Cuadro 20. PIB de los sectores de la industria manufacturera

	Total Manufac- turas	Alimen- tos	Bebidas y Tabaco	Textiles y Cueros	Madera y Sub-pro- ductos	Refina- ción de Petróleo	Minerales No-metáli- cos	Otras Manufac- turas
2011~2015	4,62	4,22	4,40	2,00	2,05	7,42	7,70	3,44
2016~2017	4,73	6,76	4,50	1,68	3,17	3,70	3,88	3,48
2018	5,52	3,74	4,23	2,00	1,69	2,46	4,95	23,35

Fuente: Elaboración propia en base a información del INE.

El Cuadro 22 muestra el desempeño de los volúmenes exportados por el sector de la industria manufacturera en los últimos 5 años. En 2018, el sector de productos químicos experimentó un crecimiento significativo, debido al crecimiento en los volúmenes exportados de urea granulada y alcohol etílico. También se percibe un aumento en los volúmenes exportados de alimentos procesados, especialmente la recuperación de los volúmenes de exportación de soya.

Cuadro 21. Exportaciones de los sectores de la industria manufacturera

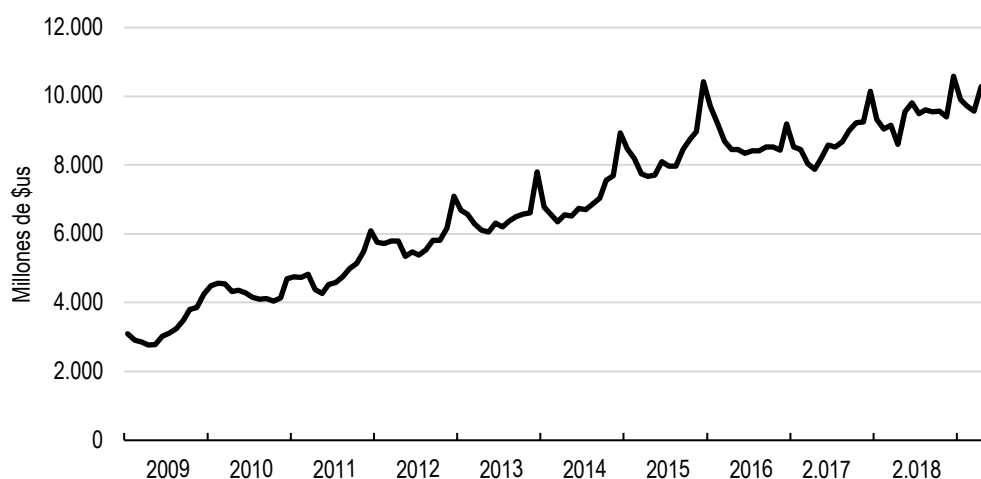
	2015	2016	2017	2018	Ene-Abr 2019
Exportación anual (Miles TM)					
Alimentos, bebidas y tabaco	2.137,1	2.373,8	1.990,5	2.177,1	652,2
Textiles, prendas de vestir y cueros	19,4	18,7	20,1	16,7	4,7
Productos de madera y papel	55,7	51,4	65,2	76,6	27,5
Productos químicos	138,0	122,2	103,9	390,4	86,9
Productos básicos de metal	21,7	22,6	22,9	22,8	6,7
Otras manufacturas	145,7	121,8	310,8	258,8	106,4
Exportación mensual (Miles TM)					
Alimentos, bebidas y tabaco	178,1	197,8	165,9	181,4	163,1
Textiles, prendas de vestir y cueros	1,6	1,6	1,7	1,4	1,2
Productos de madera y papel	4,6	4,3	5,4	6,4	6,9
Productos químicos	11,5	10,2	8,7	32,5	21,7
Productos básicos de metal	1,8	1,9	1,9	1,9	1,7
Otras manufacturas	12,1	10,1	25,9	21,6	26,6
Tasa de variación (%)					
Alimentos, bebidas y tabaco		11,1	-16,1	9,4	-10,1
Textiles, prendas de vestir y cueros		-3,8	7,9	-16,9	-16,2
Productos de madera y papel		-7,8	26,9	17,5	7,6
Productos químicos		-11,5	-14,9	275,6	-33,2
Productos básicos de metal		4,3	1,2	-0,4	-12,5
Otras manufacturas		-16,5	155,2	-16,7	23,3

Fuente: Elaboración propia en base a información del INE.

Gestión monetaria

El desempeño del sector monetario de la economía ha sido también afectado por el comportamiento cíclico de la economía. El Gráfico 21 muestra la evolución de la base monetaria, advirtiéndose el importante crecimiento de la oferta (y demanda) de dinero hasta el 2016. A partir de ese año la base monetaria ha reducido su tasa de crecimiento, lo que su vez reduce el señoriaje que puede generar el Banco Central.

Gráfico 22. Base Monetaria



Fuente: Elaboración propia en base a información del BCB.

Cuando la demanda de dinero se incrementa, la mayor oferta de dinero se acomoda sin generar mayores presiones sobre el nivel de precios o las Reservas Internacionales Netas (RIN). Pero si la demanda de dinero ya no crece, o las tasas de crecimiento son menores a las tasas de crecimiento de la oferta de dinero, la mayor oferta de dinero debe acomodarse reduciendo las RIN o incrementando los precios. En el caso boliviano, con un tipo de cambio fijo, son las RIN las que tienden a reducirse.

El siguiente cuadro muestra el origen u oferta de la base monetaria (que en equilibrio iguala a la demanda monetaria o el destino de la misma).

Cuadro 22. Origen u Oferta de la Base Monetaria

	Millones \$us.				Participación			Tasa de Crecimiento		Inci-
	2016	2017	2018	mar-19	2017	2018	mar-19	'16~'17	'17~'18	dencia
Reservas Internacionales Netas	10.081,0	10.260,6	8.946,3	7.946,5	101%	85%	83%	2%	-13%	-297%
Crédito Neto al Sector Público	-775,7	440,7	2.344,7	2.408,6	4%	22%	25%	-157%	432%	430%
Crédito a Bancos	769,8	365,4	65,2	69,8	4%	1%	1%	-53%	-82%	-68%
Operaciones de Mercado Abierto	1.010,0	476,5	312,9	321,9	5%	3%	3%	-53%	-34%	-37%
Otras Cuentas Neto	139,0	-449,5	-459,7	-533,5	-4%	-4%	-6%	-423%	2%	-2%
Base Monetaria	9.204,0	10.140,7	10.583,6	9.569,6	100%	100%	100%	10%	4%	100%

Fuente: Elaboración propia en base a información del BCB.

Como puede apreciarse, el 2018 la base monetaria creció 4 por ciento. La mayor parte de este crecimiento se explica por el importante crecimiento del crédito neto al sector público de 423 por ciento (\$us.1.094 millones). A este impulso se sumó la reducción de las operaciones de mercado abierto, cuyo saldo se redujo en 37 por ciento (\$us.164 millones). Estas fuentes de mayor liquidez fueron compensadas por la reducción de las RIN, que cayeron en \$us1.314 millones, una reducción del crédito a los bancos en \$us.300 millones y una mayor base monetaria de \$us.443 millones. Así, el crecimiento de la base monetaria por el crecimiento del crédito neto al sector público y una política monetaria expansiva (que generó una redención neta de bonos), no se convirtió en una mayor base monetaria, sino que por el comportamiento del público afectaron más bien las RIN.

La reducción del crédito a los bancos se explica por la reducción del encaje legal a los depósitos en moneda extranjera. En abril de 2018 se modificó el encaje legal en títulos para los depósitos en moneda extranjera y mantenimiento de valor en dólares, mediante resolución del Directorio del Banco Central No. 54/2018. El encaje quedó constituido por 25 por ciento para encaje en títulos en DPFs mayores a 720 días (antes era de 35 por ciento) y 33 por ciento para el resto de pasivos (antes era de 43 por ciento). Como en la reducción del encaje del 2017, los fondos liberados se constituyen en un fondo que sirve de garantía para la adquisición de créditos de liquidez por parte del sistema financiero, créditos que podían solicitarse hasta el 30 de abril de 2019. Esta operación se reflejó en una reducción del Fondo RAL en moneda extranjera de \$us.1.420 millones a \$us.1.095 millones, recursos que ingresaron en la contabilidad del Banco Central e incrementaron las RIN (en \$us.325 millones). Este incremento en los activos del BCB tiene como contraparte la reducción del crédito a los bancos. Posteriormente el BCB, mediante RD 10/2019 de 24 de enero de 2019, cambió la fecha en la que devolvería a los bancos su participación en el fondo CPVIS II, previa cancelación de los créditos de liquidez otorgados con la garantía de este fondo, prevista inicialmente para fines de mayo de 2019, al 30 de junio del 2020.

Este tipo de operaciones continuó este 2019. El 9 de abril, el directorio del Banco Central aprobó la Resolución de Directorio 035/2019, modificando una vez más la tasa de encaje legal. El encaje en efectivo se redujo a 13,5 (del anterior 25 por ciento): 10 por ciento para el encaje en títulos para DPFs mayores a 720 días (del 25 por ciento anterior) y de 18 por ciento para el resto de pasivos en moneda extranjera o con mantenimiento de valor al dólar (del 33 por ciento vigente anteriormente). Con los fondos liberados se constituye el Fondo para Créditos Destinados al Sector Productivo y a Viviendas de Interés Social III (CPVIS III). Estos recursos, como en anteriores casos, sirven como garantía de los préstamos de liquidez en moneda nacional que los bancos soliciten al BCB, con el objeto de incrementar su cartera de créditos destinada al sector productivo y a vivienda de interés social. Se prevé la vigencia de este Fondo hasta el 1 de febrero de 2021, cuando el BCB devolverá a cada uno de los bancos su participación en este fondo, una vez que hayan cancelado los créditos de liquidez que estuviesen garantizados por el mismo. La anterior disposición implicó que el encaje legal sobre depósitos en moneda extranjera se reduzca en alrededor de \$us.490 millones, monto que fue a contabilizarse como parte de las RIN.

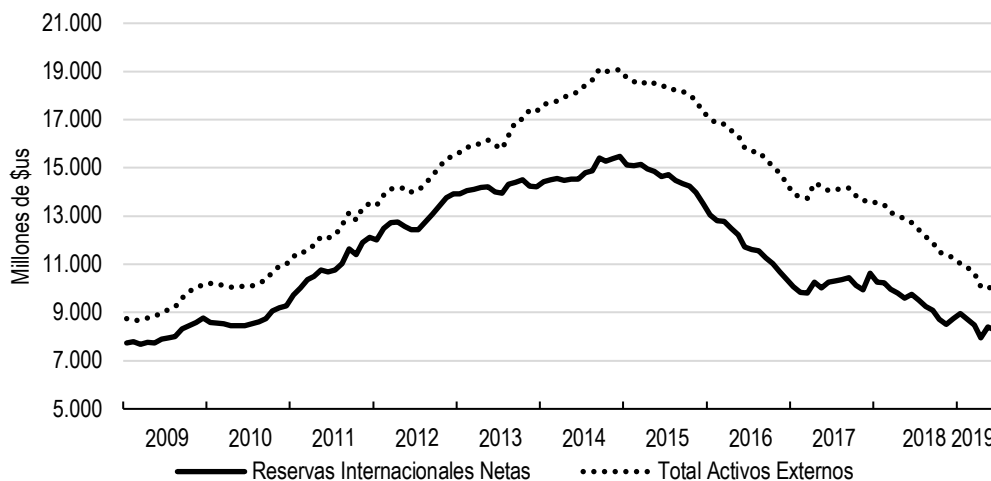
La anterior resolución abría también la posibilidad de que el Fondo RAL sea administrado por el BCB, entre otras posibles entidades de administración delegada. Pero el 7 de mayo del presente año, la resolución 045/2019 determinó que sea el Banco Central, a través de la Gerencia de Operaciones Internacionales, la entidad que gestione el Fondo RAL ME y RAL MVDOL.

Hasta marzo del presente año, el crédito del BCB al SPNF había crecido solamente en \$us.63 millones. La variación más importante en este período es la reducción en \$us.1.014 millones de la base monetaria, equivalente a una caída del 10 por ciento en relación al nivel de diciembre del pasado año. Esta menor demanda de la base monetaria fue acomodada con una caída en las RIN de \$us.1.000 millones.

El siguiente gráfico muestra la evolución de las RIN y el Total de Activos Externos en los últimos años. La diferencia entre estas dos medidas corresponde a las RIN que mantienen las instituciones financieras, el Fondo para la Revolución Productiva (FINPRO), los Fondos de Protección al Ahorrista, y el

Fondo para la Inversión en Exploración y Explotación de Hidrocarburos. Muchos de estos fondos se fueron creando en diferentes años. No obstante, cuando las RIN comenzaron a caer, los recursos de muchos de estos fondos fueron convertidos a bolivianos, por lo que la moneda extranjera que mantenían pasó a constituir las reservas del BCB. Esto se refleja en la reducción de la brecha entre estas dos medidas en los últimos años.

Gráfico 23. Activos Externos y Reservas Internacionales



Fuente: Elaboración propia en base a información del BCB.

Las RIN alcanzaron su máximo nivel en noviembre del 2014, con \$us.15.478 millones, para desde entonces registrar una caída persistente, situándose en \$us.8.253 a fines de mayo de 2018 (una reducción de \$us.7.225 millones). Pero, en realidad, esta medida subestima la salida de RIN. Los Activos Externos Netos alcanzaron su mayor nivel de \$us.19.098 millones en agosto de 2014. Posteriormente, cayeron hasta situarse el mes de mayo del 2019 en \$us.9.834 millones; una reducción de \$us.9.264 millones. Esta es una mejor medida de la reducción de los recursos externos del país que la reducción de las RIN, pues esta última no considera los traspasos a las RIN de los distintos fondos.

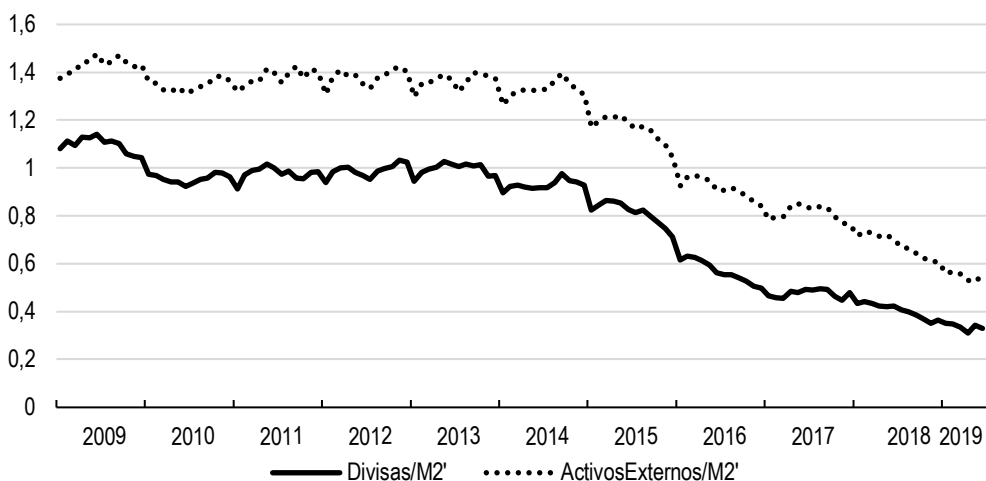
Como ya se explicó anteriormente, el importante déficit del sector público genera necesidades importantes de financiamiento que se cubren con financiamiento interno y externo. El financiamiento interno puede provenir del sector público, a través de créditos del Banco Central al Sector Público No Financiero (SPNF), o bien del sector privado, a través de la adquisición de bonos del tesoro. Cuando el BCB otorga crédito al SPNF expande la base monetaria, la cual, si no es compensada por el crecimiento de la demanda de la base monetaria o por la contracción de otra fuente de expansión de la base monetaria, genera una reducción de las RIN. Por ello, el límite para el financiamiento interno que proviene del BCB está en el nivel de RIN que se necesita mantener, de manera que no se generen problemas en los pagos al exterior, ni se genere desconfianza en el público sobre la oferta de dólares, dado el tipo de cambio fijo.

En una economía con tipo de cambio fijo las reservas internacionales deben garantizar la conversión de la moneda local en moneda extranjera al tipo de cambio vigente. Si el público empieza a dudar sobre la capacidad de convertir los activos que mantiene en moneda local, y anticipa una devaluación, tratará de convertir sus activos en moneda local en activos en moneda extranjera, para evitar pérdidas. ¿Cuándo estima el público que es necesario cubrirse del riesgo cambiario? Esto depende de las percepciones y la aversión al riesgo. Aquí también está presente el "efecto manada": si uno ve que nadie desconfía de la posibilidad de convertir sus bolivianos a dólares, entonces no tiene que apresurarse a cambiar sus bolivianos, pero si uno observa que los demás empiezan a cambiar sus bolivianos por

dólares, quizá entonces se apresure a hacer lo mismo. Por ello es difícil conocer el nivel en el que la erosión de las RIN puede generar una fuga hacia la moneda extranjera. No obstante, una guía puede estar en los ratios de cobertura de las RIN a los activos monetarios.

El siguiente cuadro muestra el ratio de cobertura de las divisas y los activos externos consolidados a M2'. En mayo de 2019, el ratio de cobertura de divisas a M2' se situó en mayo pasado en 33 por ciento y el ratio Activos Externos Totales a M2' en 52 por ciento. Aun cuando no son niveles que otorguen plena confianza, se puede decir que son niveles manejables. No obstante, una mayor caída de este nivel de cobertura podría generar cada vez mayor riesgo de enfrentar una corrida hacia el dólar, que es tal vez el mayor riesgo actual de la economía. De ahí también la importancia de reducir el déficit fiscal, y así evitar que este ratio continúe su tendencia descendente.

Gráfico 24. Ratios de Cobertura

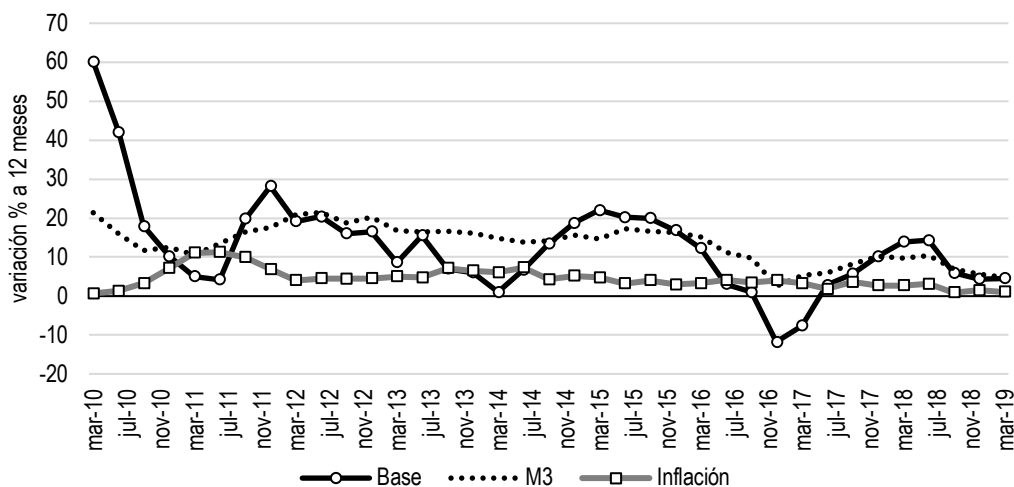


Fuente: Elaboración propia en base a información del BCB.

Precios y tipo de cambio

La inflación ha permanecido baja en 2018; tan solo de 1,5 por ciento a diciembre 2018. A marzo de 2019 la inflación a 12 meses llega a solamente 1,1 por ciento. La tendencia decreciente de la inflación se ha venido dando desde mediados de 2011, cuando la inflación se situó en 11,3 por ciento. La caída de la tasa de inflación se ha dado principalmente por la fijación del tipo de cambio nominal a partir de ese año, y también por la caída en la tasa de crecimiento de los agregados monetarios (véase el Gráfico 24). La tasa de crecimiento a 12 meses de la base monetaria o dinero de alto poder se redujo de niveles de 60 por ciento en marzo 2010 a solamente 1 por ciento en marzo 2014, e incluso fue negativa en -11,8% en diciembre 2016. Posteriormente, la tasa de crecimiento de la base monetaria se recuperó en 2018 por la política del Banco Central de redimir títulos públicos, y también por el financiamiento del déficit fiscal por parte del BCB. En todo caso, evitar una caída en la liquidez de la economía se ha convertido en una de las principales preocupaciones del Banco Central.

Gráfico 25. Inflación y Agregados Monetarios (tasa de crecimiento porcentual a 12 meses)



Fuente: Elaboración propia en base a información del BCB y el INE.

La política de mantener un tipo de cambio fijo ha implicado para la economía nacional absorber una elevada apreciación cambiaria. Como puede verse en el Gráfico 25, el tipo de cambio real multilateral (TCRM) se apreció en más de 30 puntos porcentuales entre marzo de 2010 y septiembre de 2015. A partir del último trimestre de 2015, el TCRM dejó de apreciarse y ha tendido a fluctuar en un rango de entre 50 y 65 puntos.

Gráfico 26. Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (Índice: año base 2003 = 100)

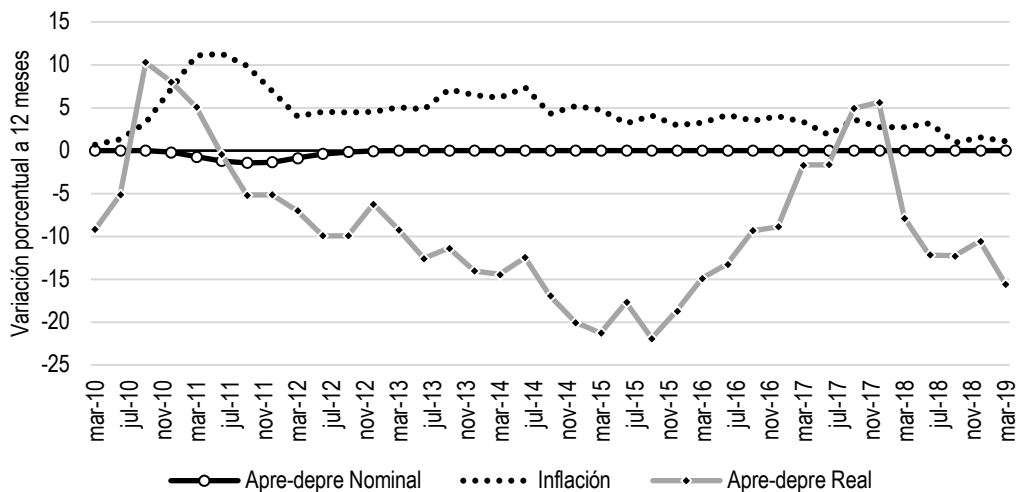


Fuente: Elaboración propia en base a información del BCB.

Ello se debe a las bajas tasas de inflación y la política de tipo de cambio fijo. Esto último hace que la apreciación/depreciación del tipo de cambio real en Bolivia depende de la depreciación/apreciación real de nuestros principales socios comerciales. Como puede verse en el Gráfico 26, la tasa de inflación a 12 meses se ha mantenido por debajo del 5 por ciento, desde marzo de 2015. Esto ha hecho que, en diciembre 2017, la tasa de variación del TCRM a 12 meses fuese positiva (depreciación cambiaria) de 5.64 por ciento. Lo cual se explica porque en promedio se ha tenido una apreciación del tipo de

cambio real de nuestros socios comerciales. A marzo de 2019, nuevamente se registró una tasa negativa de variación a 12 meses del TCRM de 15.6 por ciento, en este caso debido a la depreciación real de nuestros socios comerciales.

Gráfico 27. Apreciación cambiaria real, nominal, real e inflación



Fuente: Elaboración propia en base a información del BCB.

Sistema financiero

Los activos del sistema financiero se incrementaron en 11 por ciento en la gestión 2018. Este incremento se debe principalmente al crecimiento de la cartera, que, en 2018, aumentó en \$us.2.385 millones (11 por ciento, más). La incidencia del crecimiento de la cartera sobre el crecimiento del activo del sistema financiero superó el 100 por ciento, lo que muestra el esfuerzo de las entidades financieras por incrementar la cartera, disminuyendo las disponibilidades y las inversiones temporarias. Así pues, las disponibilidades del sistema financiero se redujeron en \$us.131 millones, y las inversiones temporarias se redujeron en \$us.457 millones.

Cuadro 23. Sistema Financiero: Estado de Situación Patrimonial

	(Millones de \$us)				Porcen- tual	Incidencia
	2016	2017	2018	2017~20 18		
Activo	28.840,9	32.231,2	35.178,2	2.947,0	9%	100%
Disponibilidades	3.673,8	3.935,9	3.805,4	-130,5	-3%	-4%
Inversiones Temporarias	4.469,3	4.912,3	4.455,2	-457,0	-9%	-16%
Cartera	19.268,4	21.652,9	24.693,9	3.041,0	14%	103%
Otros Activos	1.429,4	1.730,1	2.223,6	493,6	29%	17%
Pasivo	26.318,7	29.685,8	32.367,2	2.681,4	9%	
Obligaciones con el Público	22.041,5	24.305,7	25.821,2	1.515,5	6%	51%
Obligaciones con Instituciones Fiscales	22,2	14,9	21,2	6,3	42%	0%
Obligaciones con Empresas con Participación Estatal	860,1	1.090,5	1.408,8	318,3	29%	11%
Obligaciones con Bancos y Entidades de Financiamiento	1.723,5	2.479,2	3.311,0	831,8	34%	28%
Otros Pasivos	1.671,4	1.795,4	1.805,0	9,6	1%	0%
Patrimonio	2.522,2	2.545,3	2.811,0	265,6	10%	9%
Pasivo + Patrimonio	28.840,9	32.231,2	35.178,2	2.947,0	9%	100%

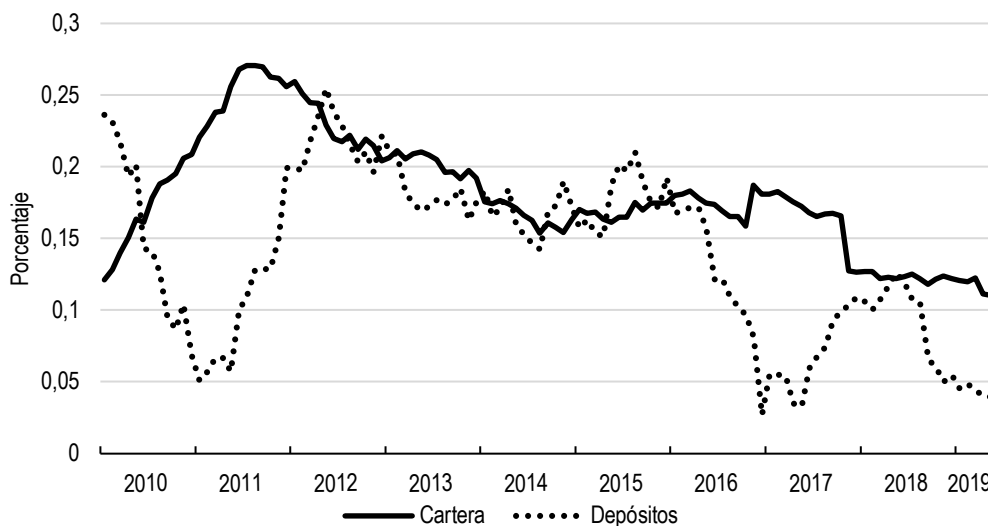
Fuente: Elaboración propia en base a información de ASFI.

El pasivo del sistema financiero se incrementó en la gestión pasada en \$us.2.681 millones (9 por ciento, más). El origen del crecimiento del pasivo reside principalmente en el incremento de las obligaciones con el público (que explican el 51 por ciento del incremento en el pasivo) y en menor medida en el crecimiento de las obligaciones con bancos y entidades financieras (que tuvieron una incidencia del 28 por ciento, en el incremento del pasivo). El patrimonio del sistema financiero creció el pasado año en \$us.266 millones.

Depósitos y cartera

Los depósitos del público en el sistema financiero alcanzaron en diciembre de 2018 la suma de \$us.25.821 millones, con un incremento de 6 por ciento en relación al nivel registrado en 2017. Es evidente que los depósitos del sistema financiero han perdido el dinamismo de otros años, cuando las tasas de crecimiento anual bordeaban el 20 por ciento anual. Como se observa en el Gráfico 27, las tasas de crecimiento interanual han caído en los últimos meses. De hecho, la tasa de crecimiento de los depósitos a diciembre de 2018 fue de apenas 4 por ciento.

Gráfico 28. Tasas de Crecimiento a 12 meses



Fuente: Elaboración propia en base a información del BCB y de la ASFI.

La cartera del sistema financiero se situó en \$us.24.694 millones, a diciembre de 2018, registrando un crecimiento de 14 por ciento con relación a la cartera de 2017. Como se puede apreciar en el Gráfico 27, también la cartera ha reducido su crecimiento interanual. A diciembre de 2018, la tasa de crecimiento de la cartera se situó en 12 por ciento, una tasa mucho menor a la registrada en los pasados años. El crecimiento de la cartera por encima del crecimiento de los depósitos se financió con una reducción de la liquidez. Las disponibilidades del sistema financiero cayeron en \$us.131 millones a diciembre de 2018, comparadas con las de diciembre de 2017. Y las inversiones temporarias se redujeron en \$us.457 millones.

Dado el comportamiento de los depósitos del público (a mayo de 2019, la tasa de crecimiento a 12 meses fue de 11 por ciento), es posible prever que el crédito irá reduciendo su ritmo de crecimiento, por lo que el financiamiento del sector real debería tender a ralentizarse. Con un crecimiento lento de los depósitos, tampoco es posible pensar que la cartera pueda expandirse mucho más rápido en el largo plazo.

Ahora bien, para tratar de mitigar la reducción de la liquidez en el sistema, en el primer trimestre del año, el Gobierno Nacional ha implementado las siguientes medidas:

Reducir el límite de las inversiones de las entidades financieras en el exterior. Para ello, la ASFI emitió el 27 de marzo la circular ASFI 603/2019, que redujo “el límite del 25 al 15 por ciento, sobre el Capital Regulatorio, para las inversiones que las EIF mantienen en depósitos a plazo fijo y títulos valores en el exterior, incorporando además los saldos en depósitos vista en el extranjero”. Adicionalmente se incluye al cálculo las subcuentas “Bancos y corresponsales del exterior y nominativo por corresponsal” y “Sucursales y agencias fijas de bancos y corresponsales del país en el exterior”. Con esta medida, el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas espera que las entidades financieras retornen al país \$us.107 millones de los \$us.734 millones que mantienen actualmente en el exterior.

Eliminar la provisión del Reglamento para Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, y también la regulación que permitía que los Fondos de Inversión Abiertos mantuviesen hasta el 40 por ciento del total de su liquidez en entidades financieras extranjeras, a través de la circular ASFI 602/2009. Adicionalmente, se reduce el límite de inversión en el exterior del 25 al 5 por ciento, aplicable a los

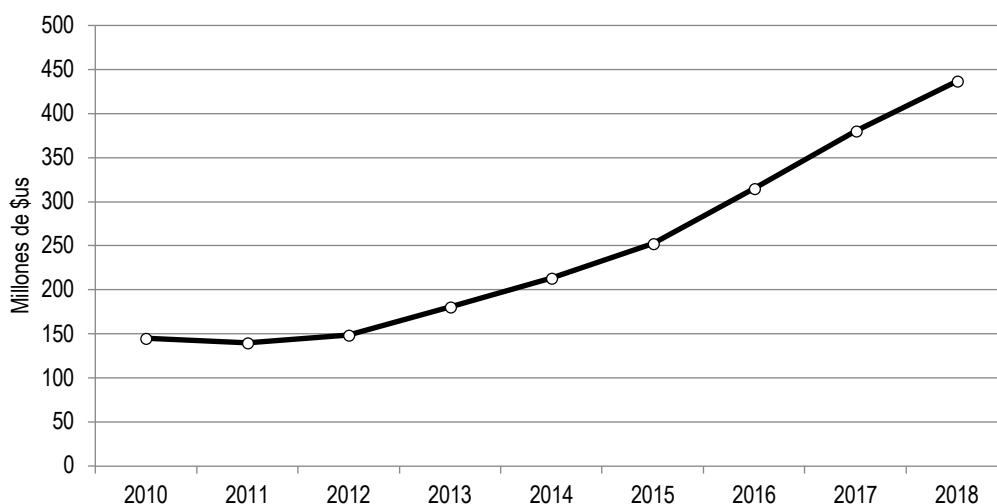
nuevos fondos de inversión (abiertos o cerrados). Para los fondos de inversión en actual operación el límite de inversión en el exterior es el que registran en la fecha de emisión de la normativa. Permitir al BCB adquirir títulos públicos del mercado de valores que se encuentran en manos de inversionistas privados (Banca y Administradoras de Fondos de Pensiones).

El objeto declarado de las medidas adoptadas es promover el retorno al país de recursos que las entidades financieras mantienen en el exterior, a la vez de reducir la cantidad de recursos que los Bancos y los Fondos de Inversión pueden invertir en el exterior. De este modo, es así cómo se espera que estos recursos puedan ayudar a la ampliación de la cartera crediticia, a la vez que incrementar los activos externos netos. Sin embargo, resta por ver si este propósito se logra.

Mora

La mora del Sistema financiero, de acuerdo a la ASFI, se situó a fines de 2018 en \$us.436.6 millones, mostrando un incremento de 14,7 por ciento en relación a la gestión anterior. A mayo de 2019, la mora del sistema financiero alcanzó \$us.495 millones. Como la mora se ha incrementado más rápidamente que la cartera, el índice de mora ha crecido. No obstante, este índice se sitúa en niveles muy bajos (1,8 por ciento, a fines del 2018 y 1,9 por ciento, a mayo de este año).

Gráfico 29. Mora del Sistema Financiero



Fuente: Elaboración propia en base a información del BCB y de la ASFI.

Entre los años 2017 y 2018, la cartera vencida, más la cartera en ejecución de los bancos múltiples, representó el 1,6 por ciento de la cartera total. Por su lado, la cartera reprogramada muestra una tendencia de crecimiento, que la sitúa en 2,8 por ciento de la cartera total.

Ciertamente que los niveles de mora son bajos, pero no puede desestimarse la posibilidad de un crecimiento rápido del índice de mora. Como se ha discutido en los acápite precedentes de este Informe, la economía presenta desequilibrios macroeconómicos importantes, que en algún momento tendrán que corregirse. Esta corrección vendrá de la mano de una desaceleración de la economía y posiblemente de un cambio de los precios relativos. Esto puede tener efectos importantes sobre emprendimientos que han basado su expansión en el rápido crecimiento del mercado local, y por cierto también, sobre el desempeño de la cartera crediticia.

Cuadro 24. Bancos: Calidad de Cartera

	Bancos Múltiples				
	2014	2015	2016	2017	2018
Cartera Vigente Total/Cartera	0,9852	0,9853	0,9848	0,9836	0,9833
Cartera Reprogramada o Reestructurada/ Cartera	0,0115	0,0131	0,0170	0,0202	0,0277
Cartera Vencida Total+Ejecución Total /Cartera	0,0148	0,0147	0,0152	0,0164	0,0167

Fuente: Elaboración propia en a datos de ASFI.

Rentabilidad

En 2018, la rentabilidad de los bancos múltiples se redujo con respecto a la obtenida en la gestión 2017. El rendimiento sobre patrimonio se situó en 12,05 por ciento, evidenciando una notoria reducción (2 puntos porcentuales) en relación a los años anteriores. Esta reducción en la rentabilidad obedece a un incremento importante de los gastos financieros (30,5 por ciento) y de los gastos de administración (6,9 por ciento), que compensaron el incremento en los ingresos financieros (10,7 por ciento).

Cuadro 25. Indicadores de Bancos Múltiples

	(En porcentaje)				
	2014	2015	2016	2017	2018
Patrimonio/Activo	7,94	7,38	7,87	7,12	7,11
Coefficiente de Adecuación Patrimonial	12,31	12,01	12,09	11,89	11,91
ROA	1,23	1,04	1,04	0,97	0,78
ROE	16,94	15,14	15,32	14,50	12,05

Fuente: Elaboración propia en a datos de ASFI.

Lo que debe subrayarse es que, en un contexto de menor dinamismo de los depósitos, una situación, como la actual, de menor liquidez y de utilidades decrecientes en el sistema financiero, es muy probable que el crecimiento de la cartera continúe cayendo, que, de hecho, es la tendencia observada desde 2017. Ello hará que el acceso al financiamiento se tome más difícil, afectando el desenvolvimiento del sector real de la economía.

Prospectiva macroeconómica

Después de la caída en los precios de exportación a partir del año 2015, la economía boliviana ha desarrollado desequilibrios significativos en los sectores externo y fiscal. No obstante, el Gobierno Nacional no ha implementado políticas de ajuste. Como resultado, en los últimos cinco años el desempeño económico está marcado por un elevado déficit fiscal y externo (déficits gemelos). A pesar de la menor disponibilidad de recursos, el Banco Central tampoco ha ajustado el tipo de cambio a un nivel más acorde con las nuevas condiciones generales de la economía en el sector externo.

Esta política de *no ajuste*, se ha traducido en un aumento del endeudamiento público externo e interno, y de una caída continua de las reservas internacionales. Además, el tipo de cambio ha continuado apreciándose, a pesar de los bajos niveles de inflación durante todos estos años.

El crecimiento de la economía se ha mantenido en un ritmo de alrededor de 4 por ciento, pese a los bajos niveles de dinamismo del sector exportador.

Tomando en cuenta estos factores, a continuación, presentamos proyecciones realizadas aplicando un modelo macroeconómico de equilibrio general. Los principales supuestos utilizados son los siguientes:

- A partir de 2019, tanto Brasil como Argentina demandan menores volúmenes de gas natural. Tomando datos para los 5 primeros meses de 2019, los volúmenes y precios de exportación de gas natural en 2019 caen en 30 por ciento. También se utilizó esta información sobre exportaciones para proyectar el crecimiento de los volúmenes y precios de exportación para 2019. Para el resto de los productos que exporta el país, véase: http://web.line.gob.bo:8082/comex/make_table.jsp?query=comex
- Las exportaciones de minerales mantienen la tendencia decreciente observada en los últimos años. Lo mismo ocurre con las exportaciones agroindustriales y de manufacturas no-tradicionales.
- Los precios de exportación por producto para los años 2020-2022, fueron obtenidas de las proyecciones realizadas por el Banco Mundial (véase: <http://pubdocs.worldbank.org/en/598821555973008624/CMO-April-2019-Forecasts.pdf>).
- Se asume que no se modifica la política cambiaria y se mantiene el tipo de cambio fijo en el nivel actual.
- El sector público aumenta su gasto, tanto corriente como de capital, a una tasa promedio de 5 por ciento. Dadas las tasas de crecimiento del PIB, obtenidas en las proyecciones, se asume que no se paga el “doble aguinaldo” durante todo el periodo de la proyección. Al ejecutar el sector público los niveles de gasto mencionados, se mantiene el déficit fiscal durante los años de la proyección, el cual es financiado con un flujo de financiamiento externo de \$us.1.200 millones por año y el resto se financia con financiamiento interno, tanto del Banco Central como de la colocación de títulos públicos en el mercado interno. No se realizan nuevas colocaciones de bonos soberanos en el exterior.
- El gobierno utiliza parte de sus depósitos que mantiene en el Banco Central, para financiar el déficit fiscal.

Cuadro 26. Proyecciones Macroeconómicas

Resumen	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Sector Externo						
Exportaciones FOB (en MM de \$us)	9.544	10.345	9.989	10.069	10.396	10.726
Importaciones FOB (en MM de \$us)	11.739	12.610	12.760	12.945	13.295	13.683
Balanza Cuenta Corriente/PIB	-5,0	-5,0	-6,1	-5,8	-5,5	-5,2
Inversión Extranjera Directa/PIB	1,7	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0
Deuda Externa Total (en MM de \$us)	9.391	10.178	11.012	11.805	12.560	13.275
Deuda Externa Total/PIB	25,2	25,4	26,8	27,4	27,6	27,6
Servicio de la Deuda/Exportaciones	6,1%	6,7%	7,5%	8,1%	8,5%	8,8%
Reservas Internacionales (en MM de \$us)	10.260,6	8.946,4	6.990,0	5.174,8	3.287,9	1.360,9
Reservas Internacionales (meses Import.)	10,5	8,5	6,6	4,8	3,0	1,2
Reservas Internacionales (% PIB)	27,6	22,4	17,0	12,0	7,2	2,8
Sector Fiscal						
Ingresos Totales Gobierno General (% PIB)	29,3	28,0	27,9	27,1	26,7	26,4
Gastos Totales Gobierno General (% PIB)	34,3	34,0	34,0	33,5	33,0	32,5
Resultado Fiscal Gobierno General (% PIB)	-5,00	-5,97	-6,13	-6,46	-6,31	-6,11
Resultado Fiscal Empresas Públicas (% PIB)	-2,79	-2,17	-2,34	-2,15	-1,85	-1,57
Resultado Fiscal SPNF (% PIB)	-7,82	-8,14	-8,47	-8,60	-8,16	-7,67
Deuda Externa Pública (en Millones de \$us)	9.391	10.178	11.012	11.805	12.560	13.275
Deuda Externa Pública (% PIB)	25,2	25,4	26,8	27,4	27,6	27,6
Deuda Pública Total (en Millones de \$us)	18.598	20.645	24.301	28.194	32.081	35.934
Deuda Pública Total (% PIB)	49,9	51,6	59,1	65,4	70,5	74,8
Sector Monetario Cambiario						
Inflación (fin de periodo)	2,7	1,5	1,7	1,7	1,8	1,9
Tipo de cambio (fin de periodo)	6,96	6,96	6,96	6,96	6,96	6,96
Devaluación (fin de periodo)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Índice de tipo de cambio real ITCRM	64,1	62,4	60,0	59,0	57,9	56,9
Base monetaria (% PIB)	26,84	26,08	25,73	25,25	24,47	23,52
Sector Financiero						
Depósitos (% PIB)	65,9	63,9	67,8	70,1	71,8	73,3
Crédito al Sector Privado	56,6	58,7	61,7	62,5	63,0	63,3
Fondos de Pensiones (% PIB)	42,6	43,5	46,6	48,6	50,3	51,8
Sector Real						
PIB (en Millones de \$us)	37.239	39.998	41.091	43.135	45.489	48.034
PIB per Cápita (en \$us)	3.367	3.563	3.606	3.730	3.881	4.044
Crecimiento real del PIB	4,20	4,22	3,28	3,33	3,91	4,00
Inversión/PIB	22,2	20,6	20,5	19,9	19,5	19,2
Ahorro/PIB	17,2	15,6	14,3	14,1	14,0	14,0
Tasa de Desempleo	3,4%	4,1%	3,8%	3,9%	4,0%	4,0%

Fuente: Elaborado en base a un modelo macroeconómico de equilibrio general.

En base a los supuestos indicados líneas arriba, el Cuadro 27 presenta los resultados macroeconómicos obtenidos de las proyecciones macroeconómicas, siendo los más relevantes:

- El crecimiento económico tiende a desacelerarse en 2019 y 2020, debido a la caída en los

volúmenes de exportación de gas natural a Brasil y Argentina, y también por menores volúmenes exportados de otros productos. En los años que prosiguen, el crecimiento se sitúa ligeramente por debajo de 4 por ciento, que parece ser la tasa inercial del potencial de crecimiento de la economía boliviana en periodos de austeridad.

- La caída en los volúmenes de exportación, y en los ingresos, incide en un aumento de los déficits fiscal y externo en 2019, los cuales, en los años subsiguientes, se mantienen elevados, como porcentaje del PIB. Para este resultado se asume como premisa que el gobierno no toma medidas sustantivas de ajuste fiscal o cambiario.
- Al no modificarse el tipo de cambio nominal, se continúa apreciando el tipo de cambio real multilateral, aunque la tasa de inflación se mantiene en niveles muy bajos.
- La tasa de endeudamiento externo se mantiene baja (por debajo del 30 por ciento del PIB), dados los flujos moderados de endeudamiento externo utilizados en los supuestos. Sin embargo, crece significativamente la tasa de endeudamiento interno, por lo que la relación Deuda Pública Total/PIB aumenta de 51,6 por ciento en 2018 a 74,8 por ciento en 2022. El ratio servicio de la Deuda Externa/Exportaciones aumenta de 6,7 por ciento en 2018 a 8,8 por ciento en 2022.
- El Banco Central mantiene su política de financiar parte del déficit fiscal, lo cual tiende a aumentar la base monetaria, y a la vez redundante en una pérdida de reservas internacionales estimada en \$us.1.360 millones para el 2022. El modelo utilizado en las proyecciones no considera un posible cambio en las expectativas de los agentes económicos; esta última, por cierto, una variable que eventualmente podría acelerar la pérdida de reservas internacionales.

Como puede deducirse de los resultados obtenidos, la caída en los ingresos de exportación, -ante todo por los menores volúmenes de exportación de gas natural- tendría efectos negativos en el desempeño de la economía, particularmente un debilitamiento en el ritmo de crecimiento. Además, y en ausencia de medidas de ajuste fiscal y cambiario (el patrón actual de política económica), habría un mayor déficit externo y fiscal, se aceleraría la pérdida de reservas internacionales y subiría la tasa de endeudamiento del sector público. Con estas tendencias, lo que se dibuja es un escenario potencialmente crítico, ya que para 2022, el nivel de reservas internacionales caería a \$us.1.360 millones. Y no solo eso: puesto que las *reservas en oro* alcanzan a casi \$us.1.900 millones, las reservas en divisas serían negativas.

Sin embargo, lo que atenúa el impacto de esa situación imaginada, es que, dado el nivel de endeudamiento externo moderado (un supuesto adoptado en este ejercicio), la relación Deuda Pública Externa/PIB se situaría en un nivel de 27.6 por ciento, para el año 2022, que, en principio, es manejable.

Habida cuenta lo anterior, un escenario alternativo, de suyo más viable y sostenible, requeriría de un ajuste fiscal más profundo, complementado con una política más agresiva de endeudamiento externo (en la medida en que esto sea posible). Una combinación de este tipo de políticas, redundaría en una reducción del déficit externo y fiscal más rápida, de modo que hacia el 2022 se estaría llegando con un mayor nivel de reservas internacionales. Desde luego, el coeficiente Deuda Externa/PIB sería mayor, aunque no sobrepasaría el 35 por ciento para ese mismo año (2022). Finalmente, habría un menor desplazamiento (“*crowding-out*”) del sector privado, y probablemente un crecimiento del PIB más alto, que además se reflejaría en una menor tasa de desempleo.

Informe de Milenio sobre la economía y el dilema del momento

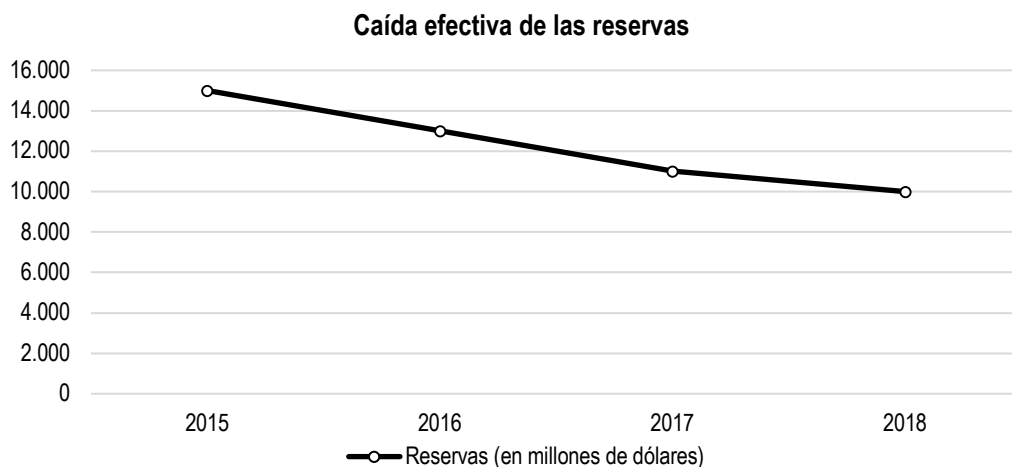
Samuel Doria Medina¹

Una de las principales restricciones que limita el crecimiento de los países latinoamericanos es la necesidad de divisas extranjeras –en concreto, de dólares– para comprar en el extranjero muchos de los insumos y bienes básicos que necesitan sus aparatos productivos (y para respaldar con una moneda “fuerte” –es decir, convertible internacionalmente– sus propios medios de pago; pero eso lo veremos más adelante). Junto con los demás países de la región, Bolivia está obligada a comerciar en una moneda que no le pertenece, así que su capacidad internacional de compra depende de su simétrica capacidad de obtener divisas extranjeras mediante sus exportaciones. ¿Por qué llamar a este obvio condicionamiento una “restricción”? El *Informe de Milenio sobre la economía* lo explica desde distintas perspectivas. En primer lugar, cuantifica las importaciones del país, separadas por ramos, entre 2016 y 2018. Podemos ver (Cuadro 8) que las importaciones de suministros industriales y bienes de capital representaron el 53,1% de las importaciones de 2018, y que, antes, la proporción no fue muy diferente. Podemos decir, entonces, que cada año más de la mitad de las divisas que se usan para importar son gastadas en compras de materias primas y maquinarias destinadas a poner en movimiento y ampliar el aparato productivo nacional, a nutrir la manufactura y la construcción de infraestructura. Por la causa obvia: el escaso desarrollo industrial del país, estas importaciones no son “sustituibles” por productos nacionales. (Más adelante analizaremos la propuesta gubernamental de “sustitución de importaciones”). De modo que la actividad en los ramos económicos fundamentales, su ampliación cada año y los efectos de este crecimiento sobre la economía, todo esto depende de que haya divisas para la importación. Cuando estas divisas no están ampliamente disponibles en la economía, como comienza a ocurrir en este tiempo, esta escasez relativa pesa como una restricción, también relativa, que pone un límite a los procesos productivos internos y, con ello, al crecimiento global. El país incluso puede verse en la necesidad de detener temporalmente su crecimiento con el propósito de disminuir la necesidad de importar y, así, conservar por más tiempo sus reservas de divisas, de modo que estas cumplan la función financiera, de respaldo monetario, que también cabe que tengan. El *Informe* afirma que hoy está “sobre el tapete la necesidad de ajustar las importaciones, tanto del sector público como del sector privado; lo cual –inevitablemente– conlleva un mayor debilitamiento del crecimiento económico”.

Esta implicación puede ser aún de mayor alcance si tomamos en cuenta que otros dos componentes fundamentales del proceso productivo también tienen que ser importados; es decir, que se accede a ellos mediante el empleo de divisas: ciertos “combustibles y lubricantes” (gasolina, diésel y derivados) con los que Bolivia no cuenta o que no puede producir en cantidad suficiente en el último tiempo por la caída general de la actividad hidrocarbúrfica del país, y el “equipo de transporte” que importamos en su integridad y que, en parte, se destina a labores productivas. Si sumáramos estas importaciones a las otras, podríamos decir que más o menos el 81% de las compras nacionales en el extranjero son *gastos inflexibles del crecimiento*, es decir, gastos que no es posible recortar si al mismo tiempo se desea mantener o mejorar el ritmo de la expansión económica.

¹ Presidente de la Fundación Pazos Kanki.

Esta es la razón por la que hasta ahora el Gobierno no procuró tales recortes, pese a la necesidad de adaptar el nivel de las importaciones al hecho negativo que representó la caída de los ingresos de divisas por exportaciones desde 2015, el año en el que comenzó la caída de los precios internacionales de las materias primas. En los últimos cuatro años, como resultado de esta política, el país ha comprado bienes y servicios por aproximadamente 2.000 millones de dólares más que el valor de los bienes y servicios que ha vendido, déficit que ha generado un deterioro continuo de sus reservas de divisas.



Fuente: Elaboración propia con datos del Informe.

La caída de las reservas se ha visto acelerada por la política cambiaria del país, que mantiene la relación dólar-boliviano en 6,97 desde 2011. Como dice el *Informe*, la continuidad de un tipo de cambio invariable, que no permite que este exprese la inflación acumulada y las devaluaciones de las monedas de los países con los que comerciamos, *aprecia* – encarece – al boliviano respecto al dólar y a las monedas vecinas, en términos reales. Por ejemplo, si en 2011 el salario de un empleado de una empresa exportadora era de 6.900 bolivianos, entonces la empresa debía exportar mil dólares para poder pagarle. Ocho años después, por ajustes por inflación y mejoras salariales, el mismo empleado seguramente ganará 8.000 bolivianos, por lo que la empresa tendrá que exportar 1.147 dólares para poder pagarle. En cambio, una empresa importadora que, en 2011, traía al país 1.000 dólares de bienes extranjeros, en 2019 podrá hacer lo mismo, vendiendo sus productos a un precio mayor: el de 2011 más los ajustes por inflación y las mejoras salariales aplicadas. Así, obtendrá 8.000 bolivianos, que le permitirán volver a importar productos por 1.147 dólares, es decir, incrementar sus operaciones y sus ganancias.

Ésta sólo es una de las múltiples formas en las que el tipo de cambio fijo favorece a las importaciones y perjudica a las exportaciones, y, al mismo tiempo, ayuda a mantener controlada la inflación, ya que, en una sociedad de mercado, un dólar “barato” como el que resulta de un tipo de cambio que no se mueve por largo tiempo, elimina o limita la carestía de productos, facilitando que los agentes económicos necesitados de ellos acudan a la importación. De este modo, los precios suben con dificultad, pero las divisas extranjeras que tiene el país se gastan con premura.

La decisión gubernamental de priorizar el crecimiento económico también se manifiesta, aunque bajo otro aspecto, en la política de continuación de los altos niveles de inversión pública que se lograron en el pasado. El *Informe* muestra (Cuadro 11) que, pese a que en los últimos tres años el gasto público corriente ha aumentado leve pero sistemáticamente, y que los ingresos corrientes del Estado se han mantenido más o menos estables, en 2018 sigue existiendo un superávit corriente de 1.913 millones de dólares (eso sí, casi 1.000 millones menor que el de 2017); por tanto, se tiene que la inversión pública es responsable de todo el déficit fiscal, que este año ascendió al 8% del PIB, algo más que los años anteriores (los déficits se presentan desde 2015).

Una mirada histórica

Según los historiadores económicos, los periodos de prosperidad de nuestra historia respondieron a sendos procesos de ampliación e intensificación del comercio internacional de materias primas; subieron, por consiguiente, los precios de estas (plata, estaño, gas) y Bolivia aprovechó la oportunidad que se le presentaba para venderlas a precios altos.

La existencia de un vínculo causal entre ambos hechos es, hoy, una teoría generalmente aceptada. En los años 90, se pretendía relacionar el crecimiento económico con el ahorro y con la disponibilidad de capital, porque se consideraba que la atracción de inversión extranjera constituía la variable clave para lograr aquel. La experiencia nacional en esa misma década y las dos posteriores mostró que a países como Bolivia el capital les llega, sobre todo, a través de booms exportadores. (También probó que poder disponer de una importante masa de recursos financieros no necesariamente resolvía sus problemas de subdesarrollo, como se creía antes; pero este es otro problema).

En Bolivia, los booms exportadores se han dado junto con shocks de liquidez y aumentos del nivel de las reservas de divisas (esto último, tanto en el periodo 2011-2015 como en el lapso 1972-1977; no, en cambio, en el tiempo de los “barones del estaño”, en el que las condiciones financieras eran distintas). Durante un auge, la mayor disponibilidad de dólares expande la demanda agregada y, simultáneamente, aumenta la capacidad de compra que tiene el país, lo que impulsa sus importaciones legales e ilegales, y también sus actividades internas –sobre todo las no transables, que pueden eludir la competencia de las importaciones–; ambas dinámicas generan ocupación y bienestar.

Tenemos, entonces, que los picos de actividad económica alentados por la inserción exitosa del país en procesos comerciales internacionales estuvieron asociados a fenómenos ambiguos: i) la reprimarización de la economía, a causa de la altísima rentabilidad de la exportación de materias primas; ii) un aumento vertiginoso de la liquidez interna y la consiguiente ampliación de la demanda agregada, que, al no poder ser satisfecha por la industria y la agricultura nacionales, presionó sobre las importaciones y –en el campo de las políticas– indujo a la adopción de un tipo de cambio fijo, orientado a controlar la inflación.

Otros fenómenos asociados fueron: iii) el crecimiento de las actividades no transables, tales como la construcción, los servicios financieros, los restaurantes, los viajes, el entretenimiento, etc.; iv) la apreciación de la moneda nacional, a causa del drástico ingreso de divisas y de una política cambiaria “plana”, y v) la caída de las actividades exportadoras no tradicionales, como consecuencia de la apreciación monetaria, que elevó los costos laborales.

Tales fenómenos, junto con otros que no vamos a detallar aquí, corresponden a un anatemizado paradigma de crecimiento, que la literatura económica denomina: “enfermedad holandesa”. Un denominativo que debemos manejar con pinzas, ya que implícitamente sugiere la existencia de un modelo de crecimiento “normal”, sostenible y autopropulsado, que sería el industrial, frente al cual el crecimiento de los países no industriales con recursos naturales, como Bolivia, representaría la anomalía y la adversidad propias de una “enfermedad”. Quizá es tiempo de aceptar que el estilo “holandés” de expansión económica, con todas las características que hemos anotado, es inevitable para economías que, como la nuestra, se basan en la explotación de recursos naturales no renovables. No hay razones para creer que aquello que ha sucedido una y otra vez a lo largo de la historia vaya a cambiar radicalmente en el futuro. Admitir esta realidad y, por tanto, la persistencia de este tipo de crecimiento, ha sido una de las ventajas del Gobierno, que explotó la necesidad nacional de “vivir de los recursos naturales” a su favor. No otra es la principal fortaleza del llamado “Modelo Económico Social Comunitario Productivo”. Simultáneamente, la debilidad de este ha sido seguir dócilmente el designio extractivista, sin tratar de aprovechar los recursos que la extracción proporciona para diversificar gradualmente la economía y superar su dependencia, aunque hay que reconocer que este no es un objetivo sencillo de lograr.

Por otra parte, el peor error del modelo actual ha sido confiar exageradamente en la iniciativa estatal para resolver tanto los pequeños como los grandes requerimientos del desarrollo nacional, con lo que ha despilfarrado una gran cantidad de recursos que podrían haberse invertido mejor, por ejemplo, para resolver los principales problemas de la gente, el acceso a empleo, salud y educación de calidad, en lugar de alimentar con ellos la corrupción funcionaria y empresarial. Sin embargo, no cabe duda de que este modelo, con sus múltiples errores, logró establecer una línea de crecimiento que se extendió al periodo de la “post-prosperidad”, planteando así un desafío a sus críticos. *Si los cambios políticos que le esperan al país hicieran pasar a este de un largo periodo de crecimiento a un periodo de depresión y retroceso, entonces perderían gobernabilidad y desprestigiarían a las fuerzas anti-populistas, asegurando el triunfo, a largo plazo, de la ideología estatista que se halla detrás del modelo actual.*

Para que esto no ocurra debemos aceptarlo: no tenemos más alternativa que movemos en una realidad marcada por los sobresaltos exportadores y las crisis derivadas de la cíclica escasez de divisas, ofreciendo respuestas a las demandas inmediatas de la población, como conservar el nivel de empleo, y, simultáneamente, a las necesidades de largo plazo de la economía, evitando en lo posible el advenimiento de una crisis (véase, más abajo, “El dilema del momento”).

Una mirada histórica nos permite comprobar que, en nuestro país, las crisis casi siempre han sido gatilladas por una caída de las divisas. Tomemos, por ejemplo, la crisis económica de fines de los 30, que se debió al hecho de que la Gran Depresión de 1929 y la Guerra del Chaco (1932-1935) agotaron las reservas internacionales y le quitaron al país todo el “encaje” con el que contaba. En esta época se usaba el concepto de “encaje” para medir la relación entre la cantidad de divisas (libras esterlinas en ese momento) y la cantidad de moneda nacional circulando. En 1936 este se estimaba en apenas 1% de la masa monetaria, lo que propulsó al país a una larga etapa de inestabilidad financiera e inflación, que se arrastraría hasta 1956.

La carestía de divisas se agravó después de la Revolución Nacional de abril de 1952, a causa de la fuga de capitales propiciada por los cambios políticos. Se ha calculado que la pérdida de capitales entre 1952 y 1956 fue de 30 millones de dólares, casi el mismo monto de las reservas internacionales con que se contaba al principio de este periodo. La volatilización de las reservas disparó la inflación y hubo que proceder a un durísimo ajuste que pasó a la historia con el nombre de Plan Eder, por el nombre del consultor estadounidense que lo preparó.

En los años 60, el aumento de las exportaciones y la puesta en orden de las finanzas permitieron que las reservas crecieran de nuevo, pero a comienzos de los 70 se presentaron nuevamente ciertos problemas macroeconómicos. La balanza de pagos comenzó a sufrir un descalce, debido al constante crecimiento de las importaciones, lo que en un régimen cambiario flotante hubiera devaluado el peso —la mayor demanda de dólares para las importaciones hubiera elevado el precio de esta divisa—, pero que, con un tipo de cambio fijo —de 12 pesos por dólar—, requirió que el Gobierno, para proveer de divisas a los importadores, echara mano de las reservas. Fue una situación parecida a la de ahora. Así, entre 1970 y 1972 el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos —salida neta de capitales del país— casi se duplicó, pasando de -23 a -53 millones de dólares. El gobierno del general Hugo Banzer tuvo que frenar esta sangría devaluando el peso, es decir, encareciendo los dólares y, con esto, las importaciones. Como es lógico, una menor cantidad de importaciones significaba, también, una menor presión sobre las divisas.

Más inflación, menos reservas

En este periodo, según vemos en el cuadro, el incremento de los precios ocasionó una tendencia del público a cubrirse con la compra de dólares, lo que, sumado a la sangría de las altas importaciones, socavó las reservas, que a principios de la década de 1980 eran negativas. Esta situación condujo directamente a la hiperinflación de los años siguientes, la cual surgió de la decisión del gobierno de la UDP de responder a la falta de divisas —en un momento en el que no existían fuentes de financiamiento a las que recurrir— con medidas legales orientadas a limitar la convertibilidad del peso boliviano;

esto generó un mercado negro en el que comenzaron a producirse fuertes y constantes devaluaciones de la moneda nacional, llevando a los agentes económicos a protegerse mediante la elevación sistemática de los precios.

Año	Tasa de inflación (%) (base 1980)	Nivel de las reservas internacionales (en millones de \$us)
1970	3,8	36,2
1971	3,6	32,5
1972	6,5	48,6
1973	31,4	41,4
1974	62,8	166,1
1975	7,9	115,4
1976	4,4	171,5
1977	8,1	241,8
1978	10,3	169,1
1979	19,7	3,1
1980	47,2	-90,6

Fuente: Datos citados por Oscar Zegada, "El ciclo estatal y el régimen monetario: 1952-1985".

La asociación entre devaluación e inflación en la mayoría de las crisis sufridas por el país llevó a los conductores de la política monetaria en los años 90 a fijarse como principal objetivo el lograr un adecuado nivel de reservas, así que la crisis que se produjo a fines de esta década no se debió, como las anteriores, a la carencia de divisas. Sin embargo, uno de los factores que desencadenó esta crisis fue la exportación de una importante cantidad de dólares que manejaban los bancos, y que estos sacaron en busca de mayor rentabilidad en el extranjero. Esta salida de capitales disminuyó la liquidez y, por tanto, la demanda en la economía nacional.

El dilema del momento

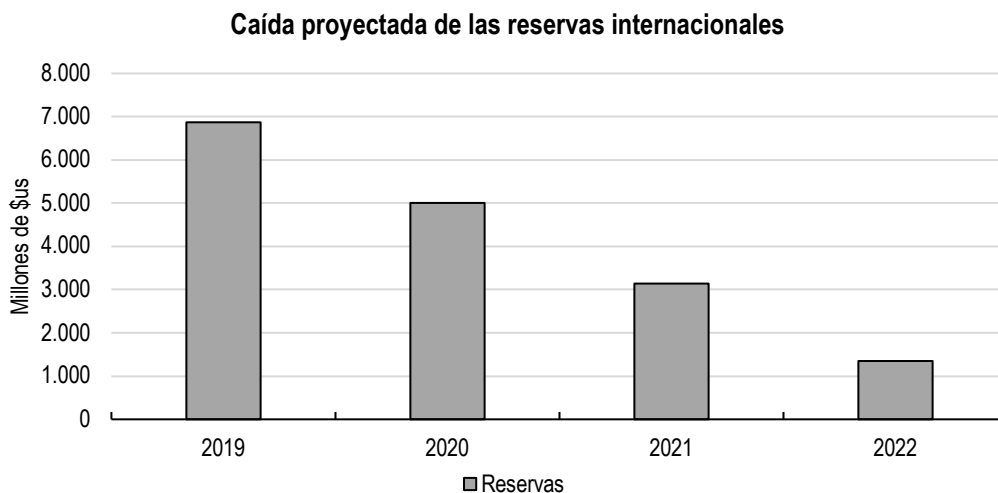
¿Qué tipo de políticas públicas se necesita más hoy: aquellas que, como las gubernamentales actuales, priorizan el crecimiento económico, o las que permitirían evitar una posible futura crisis? La definición entre estas dos alternativas, crecimiento o prevención de una catástrofe, constituye el *dilema del momento*. Hay razones para justificar ambas salidas. Por un lado, la importancia de lograr un crecimiento prologado, de largo plazo; así como la necesidad de no retroceder en los indicadores de pobreza, empleo, asistencia escolar y otros de índole social. Y los motivos más acuciantes, los políticos, ya que realizar ajustes, en especial los que implican una detención del crecimiento, tiene un obvio efecto negativo en la gobernabilidad del país.

Por el otro lado está la posibilidad de que, si no se hace nada, el ajuste ocurra de todas formas, de manera espontánea e intempestiva, como consecuencia de un ataque especulativo contra la moneda, que puede darse en el momento en que los actores económicos perciban una aguda escasez de divisas estadounidenses en el sistema y, entonces, temen no poder convertir sus ahorros en dólares y/o tener que enfrentar una devaluación del boliviano. En efecto, es cierto que si las reservas internacionales se situaran debajo de cierto nivel sería imposible mantener la convertibilidad del boliviano al tipo de cambio actual, obligando a las autoridades monetarias a devaluar.

El *Informe* considera que la peor amenaza actual para la estabilidad financiera del país es esta *corrida* hacia el dólar o compra desenfrenada que socave las reservas, la que podría ocurrir por el surgimiento de expectativas en el público sobre el advenimiento de un descalce del boliviano respecto a la divisa estadounidense, esto es, de una situación en la que esta resulte insuficiente para respaldar a aquel.

De acuerdo a la proyección del comportamiento de la economía en los próximos años, realizada

mediante un modelo macroeconómico que simula el funcionamiento actual de la economía nacional, si no se hace nada para disminuir los déficits comercial y corriente de la balanza de pagos en un par de años, las reservas de divisas prácticamente desaparecerán, con los catastróficos resultados que acabamos de señalar. Dicha proyección muestra los siguientes resultados:



Fuente: elaboración propia con datos de la proyección del Informe.

No es posible ignorar el problema por más tiempo. Pero hay que enfrentarlo de manera tal que: a) no se perjudique o al menos no se perjudique demasiado a la dinámica actual de la economía y al mejoramiento de los indicadores sociales, b) no se produzca una seria pérdida de gobernabilidad que inviabilice lo que se pretenda hacer.

En este marco, debe pensarse en una “canasta” de medidas graduales antes que en un “shock” como el que, en el pasado, se necesitó para detener la hiperinflación. Se requiere una combinación de:

- Medidas fiscales, como una disminución moderada del gasto corriente, eliminando los gastos superfluos, o como la detención en seco del crecimiento de la inversión pública, junto a una mejora sustancial de su calidad.
- Medidas monetarias defensivas, como una progresiva flexibilización del tipo de cambio (que se explicará en una sección aparte).
- Medidas de estímulo de la inversión privada extranjera en minería e hidrocarburos, y, en general, medidas que mejoren el tamaño y el rendimiento de las exportaciones, como el alivio de las excesivas cargas laborales que recaen hoy sobre las empresas privadas y que, junto con la apreciación del boliviano a causa del tipo de cambio fijo, perjudican las exportaciones no tradicionales.

No se trata de hacer un *cor*te, sino de implementar un proceso continuo de ajustes bien medidos, que se despliegue prudentemente a lo largo del tiempo, con arreglo a metas progresivas e indicadores de alerta social y política que detengan el proceso cuando éste tienda a desbordar las posibilidades reales de introducción de los cambios. Este proceso tiene que ser dirigido con “pulso de cirujano”, es decir, con mucha precisión, pues requiere avanzar poco a poco en el restablecimiento del equilibrio fiscal, achicar progresivamente el déficit comercial y de capitales, aumentando al mismo tiempo el endeudamiento externo del país, que todavía es bajo (28% del PIB), para obtener liquidez, y provocando sistemáticamente eventos que mejoren el tamaño y el rendimiento de las exportaciones.

¿Vale la pena flexibilizar el tipo de cambio?

Cabe preguntarse si dentro de esta estrategia de salvación de las reservas internacionales y, con ello, de preservación del crecimiento económico, resulta adecuado proceder a una devaluación y, en caso positivo, a qué clase de devaluación se debe proceder.

En este caso, una devaluación sería un mecanismo monetario orientado a dificultar las importaciones, tomándolas más caras. Tras una devaluación, se necesita más bolivianos para comprar la misma cantidad de dólares, con lo que hacerlo resulta más difícil. Este simple hecho tendría el efecto de prolongar el mantenimiento del nivel de las reservas, incluso en un contexto de fuerte déficit comercial. Al mismo tiempo, la caída de las importaciones aliviaría la presión de dicho déficit.

Sin embargo, una medida de este tipo también tendría efectos negativos: en primer lugar, podría causar incertidumbre en el público, provocando la clase de expectativas capaces de desencadenar la ya referida *corrida* hacia el dólar o ataque especulativo contra la moneda. Una consecuencia que podría ser muy grave en un momento en el que no se cuenta con suficientes reservas como para enfrentar una demanda atípica y crítica de divisas. En ese caso la devaluación podría precipitarnos en una crisis financiera severa. En segundo lugar, ralentizaría el crecimiento, ya que, como dijimos, una importante parte de las importaciones tiene un signo productivo, y haría más onerosas las deudas en dólares de los agentes privados y del gobierno, lo que significa que tendría “víctimas” concretas.

Al mismo tiempo, las proyecciones del economista Luis Carlos Jemio muestran que incluso una devaluación de solamente unos cuantos centavos mejoraría la posición de las reservas internacionales en este momento; también se puede esperar ciertas mejoras de competitividad en el sector exportador no tradicional, para el que se le abaratarían los costos –pues los pagaría con los dólares apreciados que obtendría de su actividad–. La devaluación es una importante medida defensiva del país frente a las vicisitudes del comercio exterior y sus efectos negativos en esta coyuntura se deben sobre todo a la promesa, implícita en la actual política cambiaria del gobierno, de que siempre se tendrá dólares al mismo precio, y cuando esto no ocurra se deberá a alguna falla mayor del proceso económico, lo que a todas luces resulta errado y peligroso.

Se requiere, por tanto, flexibilizar el tipo de cambio, aunque de hacerlo de manera muy lenta, progresiva y calculada, con el objetivo de devolver este instrumento al arsenal de políticas de las que pueden disponer las autoridades monetarias del país.

El Informe de Milenio sobre la Economía de Bolivia 2019, evalúa el desempeño económico del país. El Informe contiene una valoración consistente de la situación económica general y un conjunto de indicadores relativos al entorno internacional, el sector externo, la actividad económica y productiva, la gestión fiscal y monetaria y el sistema financiero. Su lanzamiento reviste particular interés por el proceso electoral que vive Bolivia, especialmente propicio para un debate público informado sobre el estado de la economía y las preocupaciones y aspiraciones de los ciudadanos, y naturalmente también, para un examen crítico de las alternativas y propuestas que los partidos y candidatos presidenciales pueden ofrecer en materia de política económica y estrategias de desarrollo, tomando en cuenta el entorno de restricciones, oportunidades y retos.

¿Qué tipo de políticas públicas se necesita más hoy: aquellas que, como las gubernamentales actuales, priorizan el crecimiento económico, o las que permitirían evitar una posible futura crisis? La definición entre estas dos alternativas, crecimiento o prevención de una catástrofe, constituye el dilema del momento.

De acuerdo a la proyección del comportamiento de la economía en los próximos años, que realiza el Informe de Milenio, si no se hace nada para disminuir los déficits comercial y corriente de la balanza de pagos en un par de años, las reservas de divisas prácticamente desaparecerán, con resultados eventualmente catastróficos.

Samuel Doria Medina