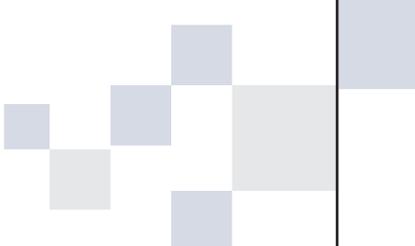


## Hacia una mirada diferente de la macroeconomía

Gabriel Loza Tellería  
OCTUBRE 2017

- Dado el buen desempeño de la economía boliviana, pese a que atravesó desde 2006 por la crisis financiera internacional y recientemente por el shock adverso de los términos de intercambio, se hace necesaria una mirada un poco distinta, pero desde adentro, sobre el modelo y su desempeño macroeconómico, que resalte los puntos de inflexión o cambio de tendencia, los cuales no son muy analizados en los informes oficiales; todo con la finalidad de determinar cuáles son los principales desafíos macroeconómicos que enfrenta el país en corto plazo.
- Si bien la variable clave del dinamismo del modelo fue la demanda interna, es fundamental que la demanda externa contribuya al crecimiento económico, puesto que dejó de hacerlo hace nueve trimestres consecutivos. Igualmente, si bien la inversión pública fue el motor del crecimiento económico, es urgente su complementación con la inversión privada nacional y extranjera para un repunte cíclico en recuperación. Por último, en la medida que las empresas públicas son el actor central del rol del Estado en el crecimiento económico, es necesario que contribuyan a la generación del excedente económico, además de YPFB, y contribuyan a la generación de ingresos fiscales y vía racionalización del gasto público, aporten a la disminución del elevado déficit fiscal de manera que muestren los resultados del fuerte financiamiento recibido del Banco Central. De no cumplir este rol, sería uno de los factores de explicación de agotamiento del modelo en los próximos años.





## Contenido

1. Introducción.....	3
2. La recuperación moderada de la economía mundial.....	4
3. ¿Declinación o recuperación de la economía boliviana?..	6
4. ¿Pérdida de dinamismo del gasto público? .....	8
5. Baja inflación y política monetaria .....	10
6. El desequilibrio externo.....	13
7. Déficit fiscal y política anticíclica .....	17
8. Los saldos macroeconómicos .....	19
9. Escenarios 2017 y 2018 .....	20
<i>9.1 Escenarios del contexto externo .....</i>	<i>21</i>
<i>9.2 Escenario del sector externo .....</i>	<i>21</i>
<i>9.3 Escenario macro.....</i>	<i>22</i>
<i>9.4 El escenario de las empresas públicas.....</i>	<i>22</i>
10. Recomendaciones de políticas públicas .....	23
11. Referencias bibliográficas .....	24



## 1. Introducción

Es destacable el desempeño de la economía boliviana desde 2006 a 2016, con una tasa de crecimiento promedio del 5%, pese a que atravesó por la crisis financiera de 2007, seguida de la recesión de 2008 y recibió un fuerte shock externo de caída de los términos de intercambio, con el fin del ciclo de las commodities y el desplome del precio del petróleo a partir de mediados de 2014. Por eso, el modelo económico boliviano, con su crecimiento sostenido con equidad, registrando tasas más altas que la mayoría de las economías de América del Sur, llama la atención incluso al Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>1</sup>.

Los principales documentos oficiales, como la Memoria de la Economía Boliviana del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP, 2017c) y la Memoria del Banco Central de Bolivia (BCB, 2017c), resaltan las características del modelo económico boliviano y detallan los logros alcanzados no solo económica sino socialmente.

Sin embargo, varios indicadores económicos empezaron a mostrar señales de una disminución en su ritmo de crecimiento, si se los compara con el periodo 2006-2014, antes del shock externo. Dicho comportamiento está muy asociado, por el lado de la actividad económica, con la contribución negativa en el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) del sector estratégico de los hidrocarburos; por el lado del gasto, se vincula al menor dinamismo del gasto público, como motor del crecimiento; y, por el lado del ingreso nacional, por la pérdida del poder adquisitivo de los residentes debido al efecto negativo de la caída de la relación de términos de intercambio.

Así, se hace necesaria una mirada un poco distinta, pero desde adentro sobre el modelo y su desempeño macroeconómico, que resalte sobre todo los puntos de inflexión o cambio de tendencia, los cuales no son muy analizados en los informes oficiales, con la finalidad de determinar cuáles son los principales desafíos macroeconómicos que enfrenta el país en corto plazo.

Adicionalmente, con el objetivo de examinar las perspectivas para 2017-2018, se utiliza el método de escenarios con un análisis más cualitativo que cuantitativo sobre la tendencia de las principales variables macroeconómicas.

Para tal efecto, se parte de una breve caracterización del nuevo entorno externo que enfrenta la economía boliviana, para entrar a una segunda parte donde se examina si está en una fase de declinación o recuperación, se examina el falso dilema del dinamismo de la demanda interna versus demanda externa y se enfoca en el análisis del rol de la variable central como es el gasto público. Seguidamente, se analiza el problema de la inflación, sobre todo la subyacente, y el comportamiento de la variable meta u objetivo intermedio de la política monetaria como es el Crédito Interno del Banco Central al Sector Público, en especial a las empresas públicas. Posteriormente, se examina la relación entre los saldos del sector externo, el sector fiscal y el sector de ahorro-inversión para derivar en los principales desafíos económicos que enfrenta el modelo. Se presentan las perspectivas macroeconómicas en base a tres escenarios de carácter cualitativo y, finalmente, las recomendaciones de políticas públicas.

Este trabajo, realizado con el patrocinio de la Friedrich Ebert Stiftung (FES), fue primeramente discutido es una presentación general donde se recibieron varios insumos de los asistentes y, seguidamente, fue considerado en un grupo de trabajo más reducido para discutir los posibles escenarios de corto plazo (2017-2018).

---

1 Laframboise N (2017). “Bolivia: Preservando los avances”. <https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=8313>.

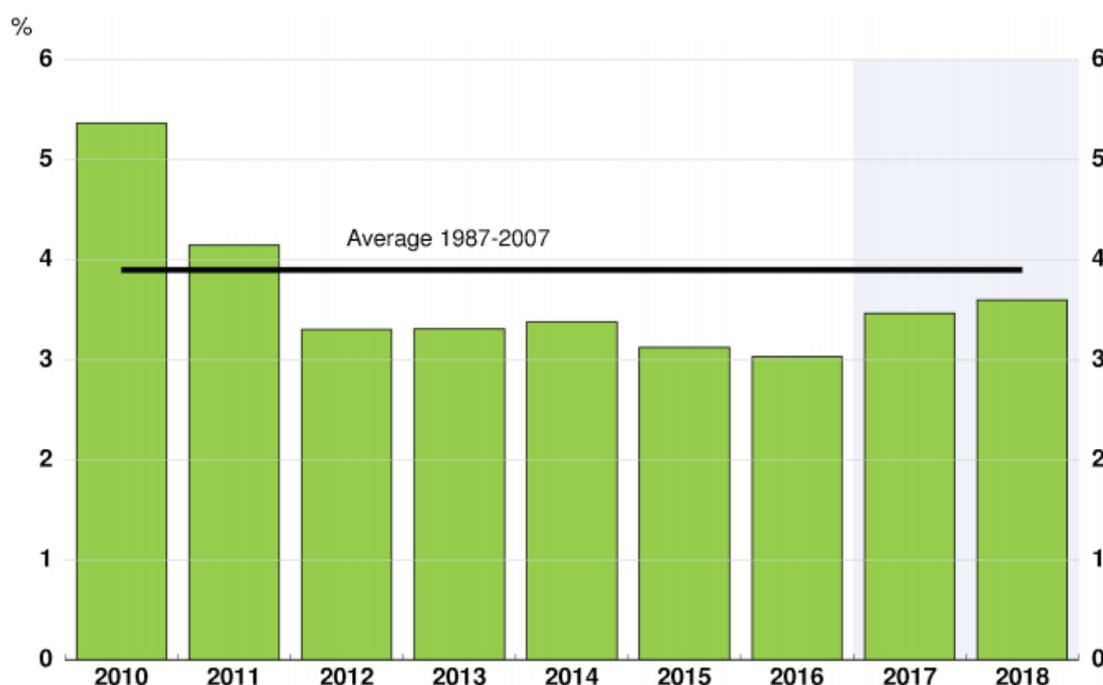


## 2. La recuperación moderada de la economía mundial

Los últimos informes de los organismos internacionales<sup>2</sup> coinciden en la recuperación moderada del producto y del comercio mundial en base a diversos indicadores. El ritmo de crecimiento del PIB mundial, después de la desaceleración iniciada en 2010, habría llegado a un 3% en 2016, iniciando una fase de mayor dinamismo para 2017 y 2018 (Gráfico 1). Empero, esta recuperación no alcanzaría todavía la tasa promedio de crecimiento del producto mundial en la etapa precrisis, entre 1987-2007, que fue del 4%.

Gráfico 1: Tasa de crecimiento del PIB mundial: 2010-2018

En porcentajes



Fuente: Extraído de la OECD (2017b).

Tan importante como la recuperación del producto es la del volumen del comercio mundial, que después de registrar una caída en el primer trimestre de 2016, repuntó su crecimiento hasta el segundo trimestre de 2017 y se espera que continúe la tendencia para el resto del año y 2018 (Gráfico 2).

<sup>2</sup> OECD (2017a). Interim Economic Outlook. Septiembre. FMI (2017). World Economic Outlook. Octubre.



Gráfico 2: Crecimiento trimestral del comercio mundial y de la producción industrial  
En porcentajes



Fuente: Extraído de la OECD (2017a). Interim Economic Outlook. Septiembre.

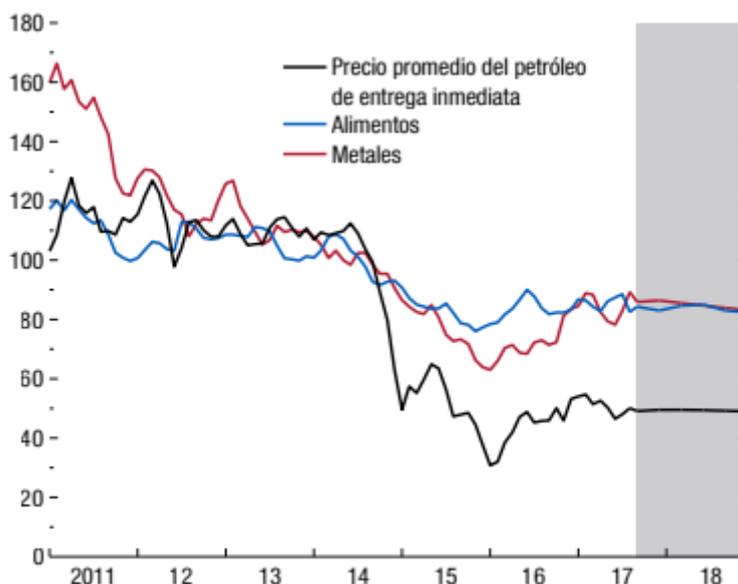
Un indicador relevante para los exportadores de materias primas, como Bolivia, es el comportamiento de la producción industrial mundial, que después de una caída en el cuarto trimestre de 2015, retomó su dinamismo hasta registrar un 1,5% en el segundo trimestre de 2017, el nivel más alto desde 2014, como se observa en el Gráfico 2.

Los precios de los productos básicos, de los alimentos y de los metales preciosos, retornaron cerca de los niveles anteriores al shock de junio de 2014. Los precios de los metales básicos se recuperaron más rápidamente pero todavía no llegaron a dicho nivel. En cambio los precios del petróleo WTI se recuperaron más lentamente y con fluctuaciones a un nivel equivalente a la mitad del precio anterior al shock, como se observa en el Gráfico 3. Los pronósticos del FMI (2017) para este año, a precios en dólares corrientes, apuntan a un crecimiento del precio del petróleo del 17% y su estabilización en 2018. Los precios de los metales crecerían en 20,6 % en 2017 para aumentar levemente en 2018 (1,4%) y los precios de los alimentos se incrementarían moderadamente en 4% y también se estabilizarían en 2018.

Si bien se observa un repunte cíclico de la economía mundial es importante señalar que ésta vez es sincronizada tanto a nivel de las economías avanzadas (Estados Unidos, Zona del Euro y Japón), como las emergentes (en el caso de China).



Gráfico 3. Índice deflactado de precios de commodities: 2011-2018  
Índice 2014=100, \$us/barril



Fuente: Extraído de FMI (2017), WEO. Octubre.

La preocupación ahora está centrada en su sostenibilidad, donde en un contexto de normalización monetaria supone un incremento gradual de las tasas de interés y baja inflación. Existe cautela sobre los niveles altos de la deuda de los hogares en los países avanzados y de los problemas de deuda de China. Predominan riesgos geopolíticos que pueden contribuir a un aumento de la incertidumbre y de la aversión al riesgo, y afectar las expectativas y confianza en la recuperación.

Para la economía boliviana es relevante la situación y perspectivas económicas de sus dos principales socios comerciales de la región, como son Brasil y Argentina, por su rol estratégico en la demanda de gas natural. Según el FMI (2017), Brasil está saliendo, en 2017, de una recesión económica con un 0,7% de crecimiento después de dos años consecutivos y se espera crezca entorno al 1,5% en 2018. Argentina, después de la tasa negativa de crecimiento en 2016 (-2,2%), se espera alcance tasas del orden del 2,5% entre 2017 a 2018. Los riesgos para Bolivia también están relacionados con los efectos de las políticas de privatización en el sector de los hidrocarburos y en la reconfiguración de dicho mercado, que pueden afectar los niveles de demanda de Brasil y Argentina.

### 3. ¿Declinación o recuperación de la economía boliviana?

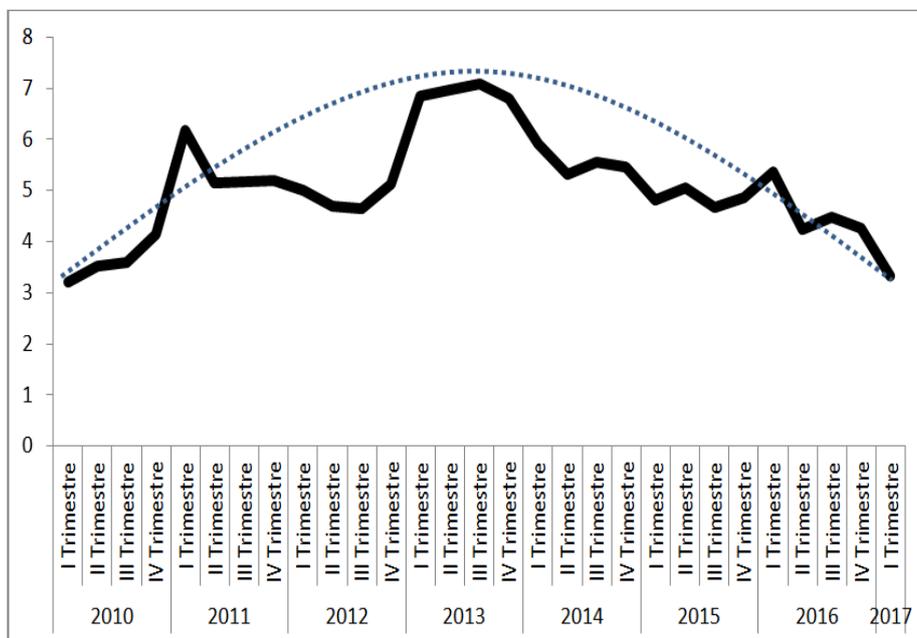
Las cifras de crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2017, de 3,3%, generaron preocupación sobre si se llegarían a alcanzar las metas de crecimiento en torno al 5% inicialmente y actualmente del 4,7% según el MEFP (2017b), tasas que se habían mantenido pese al shock externo de los precios del petróleo a partir de mediados de 2014.

Si se analiza la evolución reciente del PIB, después de la crisis financiera y la recesión de 2008-2009, se observa un comportamiento cíclico con una fase de auge o crecimiento acelerado hasta el tercer trimestre de 2013 y una fase de desaceleración o disminución en el ritmo del crecimiento hasta el primer trimestre de 2017, cuando se registró la tasa más baja desde 2010, 3,3% (Gráfico 4). La pregunta es si continuará la tendencia a desacelerarse aún más o se habría tocado piso, considerando que en el segundo trimestre, aunque moderadamente, se iniciaría un repunte cíclico en aceleración hasta lograr la tasa esperada de 4,7%



según el MEFP (2017b).

Gráfico 4: Crecimiento acumulado del PIB trimestral: 2010-2017  
En porcentajes



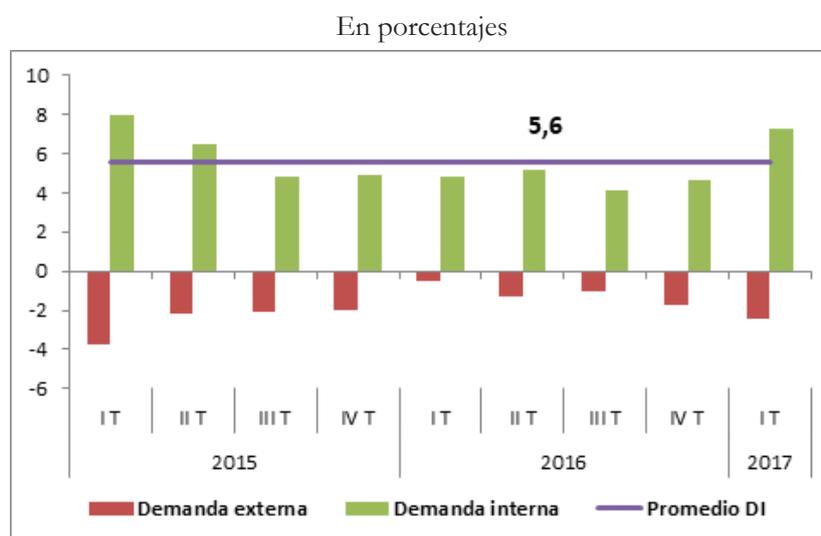
Fuente: Elaboración propia con datos del INE.

Esta fase de declinación está muy relacionada con la actividad económica por la incidencia negativa en el crecimiento del PIB del sector hidrocarburos por nueve meses consecutivos desde el primer trimestre de 2015, hasta el primer trimestre de 2017, y es probable que continúe en el segundo trimestre. Estrictamente, una recesión técnica son dos trimestres consecutivos con tasas negativas de crecimiento. En este caso, a nivel sectorial, ya dura nueve trimestres, por lo que no es recomendable que persista la tendencia. Con una visión de corto y mediano plazo, es necesario recuperar su contribución, pero diversificar el dinamismo en otros sectores, como la agricultura y los alimentos.

Por el lado de la demanda o composición del gasto, la fase de declinación está muy relacionada con la contribución negativa al crecimiento del PIB de la demanda externa, es decir las exportaciones: por nueve trimestres consecutivos, desde el primer trimestre de 2015, el promedio fue de 1,9%. El crecimiento de la demanda interna en el mismo período (5,6% en promedio) fue el motor del dinamismo y contribuyó al crecimiento del PIB en 4,6% en promedio (Gráfico 5).



Gráfico 5: Contribución al crecimiento del PIB de la demanda interna



Fuente: Elaboración propia con datos del INE

La preocupación es hasta cuándo la demanda interna podrá seguir por sí sola contribuyendo al crecimiento del PIB, más aún si se observa que la contribución positiva de la variación de stock fue inusualmente alta en el primer trimestre de 2017 (3,4%), lo que podría ser una señal de desaceleración de la demanda interna, siendo superior en 1,5 puntos porcentuales comparado con el mismo trimestre de 2016 para separar efectos de estacionalidad.

Es necesario tener en cuenta que la demanda interna no es solamente de bienes de consumo y de capital de origen nacional, puesto que contempla en forma significativa el consumo importado y la demanda de bienes de capital importado. Si bien en un corto plazo se puede paliar la caída de las exportaciones con las reservas internacionales, para el mediano y largo plazo es muy importante aumentar el poder de compra de las exportaciones, el cual mide el volumen de productos importados que puede ser financiado con el volumen total de las exportaciones, dicha capacidad ha caído en 2016 en más del 50% desde el nivel alcanzado en 2012.

Es así que para un mediano plazo, es imprescindible que la demanda externa, es decir las exportaciones, también contribuyan al crecimiento del PIB y permitan financiar las importaciones que son necesarias para aumentar el nivel de la demanda interna y así contribuir al crecimiento del PIB.

#### 4. ¿Pérdida de dinamismo del gasto público?

Una variable clave del éxito del modelo económico boliviano es el rol y la contribución del gasto público, especialmente de las inversiones (formación bruta de capital), en el crecimiento del PIB.

Si se compara al modelo prevaleciente hasta 2005, con el periodo del boom 2006-2014, se tiene un aumento de la inversión pública en 3 puntos porcentuales del PIB, siendo el cambio notorio el aumento de la participación de las exportaciones en el PIB en 20 puntos porcentuales, como se observa en el Cuadro 1.



Cuadro 1: Importancia del gasto fiscal en el PIB

En porcentajes

	<b>1988- 2005</b>	<b>2006 a 2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
PIB	100,0	100,0	100,0	100,0
<b>Gasto público</b>	<b>21,1</b>	<b>24,1</b>	<b>31,0</b>	<b>30,5</b>
Consumo público	14,0	14,0	17,5	17,5
Inversión pública	7,1	10,1	13,5	13,0
<b>Gasto privado</b>	<b>83,6</b>	<b>69,6</b>	<b>76,3</b>	<b>76,8</b>
Consumo privado	75,3	62,1	68,4	69,1
Inversión Pprivada	8,3	7,5	7,9	7,7
Variación de stocks	0,3	<b>0,0</b>	-1,1	0,0
Exportaciones B y S	22,3	<b>42,7</b>	30,9	24,6
Menos importaciones B y S	27,3	<b>36,4</b>	37,1	32,0

Fuente: Elaboración propia con datos del INE.

Por otra parte, si se compara el peso del gasto fiscal en los dos últimos años, 2015 y 2016, se observa un promedio del 30% del PIB que refleja el aumento de la participación tanto del consumo público (a un 17,5%), como de la inversión pública (a 13%), niveles no registrados desde el cambio del modelo en 1985. Por el contrario, se registra una fuerte reversión del peso de las exportaciones respecto al PIB a niveles similares del modelo anterior, pero manteniéndose solo una reducción moderada de la importancia de las importaciones.

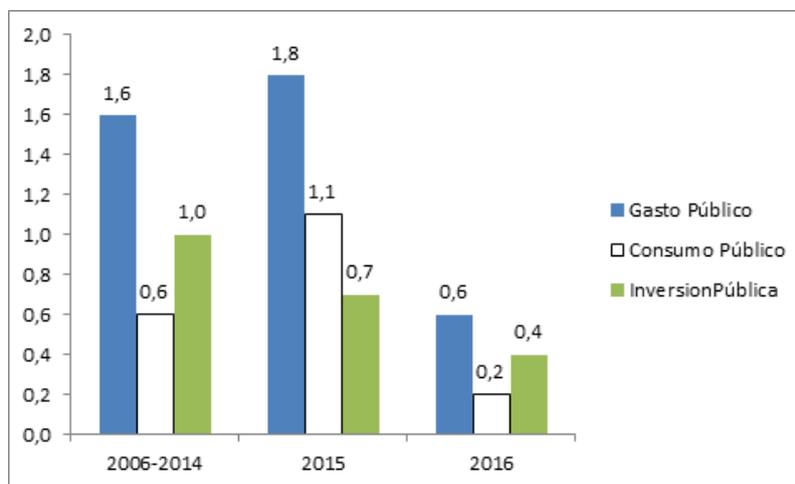
La preocupación es el peso del gasto privado, que tendió a reducirse respecto al periodo 1989-2005 en 5 puntos porcentuales. En especial preocupa la disminución de la participación de la inversión privada (formación bruta de capital) que está en 2016 incluso por debajo de los niveles de participación promedio en el modelo anterior.

La variable del gasto fiscal ha sido el motor del dinamismo del modelo boliviano, a diferencia del modelo anterior y de la mayoría de los países de América del Sur. Empero, se observa en el Gráfico 6 que su incidencia positiva —que fue creciente hasta 2015 al llegar a un 1,8% del crecimiento del PIB— se redujo a una contribución de solo 0,6% en 2016. Esta menor contribución se ha dado tanto en el consumo público (0,2%) como en la inversión pública (0,4%). Lo preocupante es que el aporte al crecimiento de la inversión pública tiene tendencia decreciente y la interrogante que surge es si es probable que continúe ésta tendencia en los próximos años.

Adicionalmente, se tiene que, al mes de agosto de este año, según el VIPFE (2017), la ejecución de la inversión pública respecto al Presupuesto General del Estado (PGE) fue del 38,8%, y con relación al Reprogramado, del 34,5%, lo que significa un fuerte desafío para los próximos cuatro meses restantes.



Gráfico 6: Contribución del Gasto Público al crecimiento del PIB  
En porcentajes



Fuente: Elaboración propia con datos del INE.

La pregunta de fondo sobre la tasa de crecimiento del PIB es ¿cuál es el nivel o la tasa de crecimiento del producto potencial? Es decir, ¿cuál es el máximo de capacidad de crecimiento de la economía boliviana, con pleno empleo de los recursos y sin que genere presiones inflacionarias? No se trata de querer crecer más, sino de mantener un ritmo acorde con el nuevo contexto externo y que sea sostenible en el tiempo, sin calentar demasiado el motor de dinamismo con la inversión pública y recurriendo a otras variables como la inversión privada.

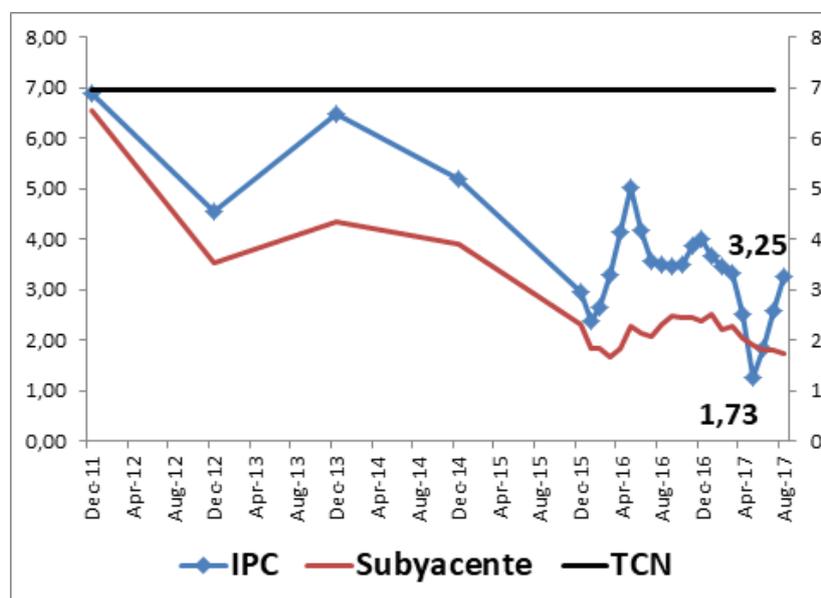
Si bien no es fácil determinar el producto potencial y las estimaciones del FMI estaban entre un 4% y del Gobierno entre 5%, si tomamos como referencia de la tasa de crecimiento de largo plazo ese 4% —por el promedio del periodo 1990-2016— entonces las metas del PIB para el periodo posterior al boom de las commodities serían una señal de buen desempeño. La tasa del crecimiento del PIB acumulada a primer trimestre (3,3%) nos mostraría una desviación de esta tendencia en 0,7%, la tasa de crecimiento prevista por el BCB (2017b) entre 4 y 4,5% estarían entorno del producto potencial, y la tasa del 4,7% estimada por el MEFP (2017b) estaría más alejada.

## 5. Baja inflación y política monetaria

Junto al buen ritmo de crecimiento del PIB, otra característica relevante del modelo boliviano es su bajo nivel de inflación comparado con otras economías de la región. En los últimos cinco años, hasta diciembre de 2016, se observa una tendencia decreciente, con un promedio de variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) del 4,3%, pero que en agosto de 2017, a doce meses, registró una tasa inferior de 3,25%, Gráfico 7, que hizo reducir en julio al BCB (2017b) la meta de inflación inicialmente estimada en enero de este año del 5%, al 4,3%.



Gráfico 7: Inflación subyacente  
En porcentajes



Fuente: Elaboración propia con datos del INE y el BCB.

Nota: TCB: Tipo de cambio nominal.

Con el objeto de aislar las variaciones de los productos más volátiles y de los productos estacionales, el BCB calcula la inflación subyacente, lo cual se considera un mejor indicador para fines de política monetaria. Como muestra el Gráfico 7, ésta tiende a ser más baja que el IPC, y entre diciembre de 2011 a diciembre de 2016 registró un promedio de 3,5%, si bien declinó en forma acentuada hasta agosto de 2017 a una tasa anualizada de 1,73%, la más baja de los últimos años.

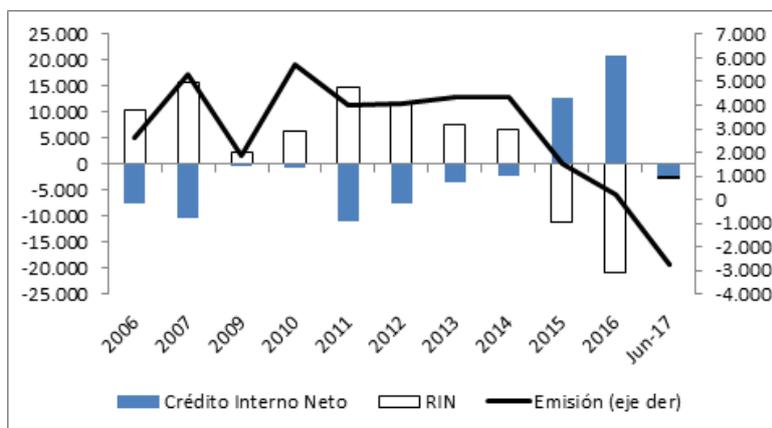
Lo que preocupa es su trayectoria futura. De persistir una tendencia a la baja, mostraría que hay señales de un debilitamiento de la demanda interna, dado que los desplazamientos positivos de la demanda agregada, debido a la política monetaria o fiscal expansiva, tienden a presionar hacia arriba los precios. Cabe recordar que esta tendencia a la baja se dio incluso en un contexto de aumento del salario real, pero de fijación del tipo de cambio nominal.

El comportamiento de la inflación ha estado más asociado a la evolución de la emisión monetaria y no así al llamado dinero de alto poder como la base monetaria. Según el BCB (2017c): “En línea con la orientación expansiva de las políticas fiscal y monetaria, el Crédito Interno Neto (CIN) se incrementó en mayor medida que la disminución de las Reservas Internacionales Netas (RIN), dando lugar a un crecimiento de la emisión monetaria”.

Sin embargo, como resultado del shock externo en 2014, se registró un cambio estructural entre los factores de expansión y contracción del dinero, puesto que el incremento de las RIN constituía, desde 2006, el principal factor de expansión. En 2015 y 2016, debido a su caída, se convirtieron en el principal factor de contracción del dinero. Por el contrario, el Crédito Interno Neto (CIN), que desde 2006 era un factor de contracción, en los años de 2015 y 2016 derivó en el principal factor de expansión (Gráfico 8).



Gráfico 8: CIN, RIN y emisión monetaria  
En millones de bolivianos



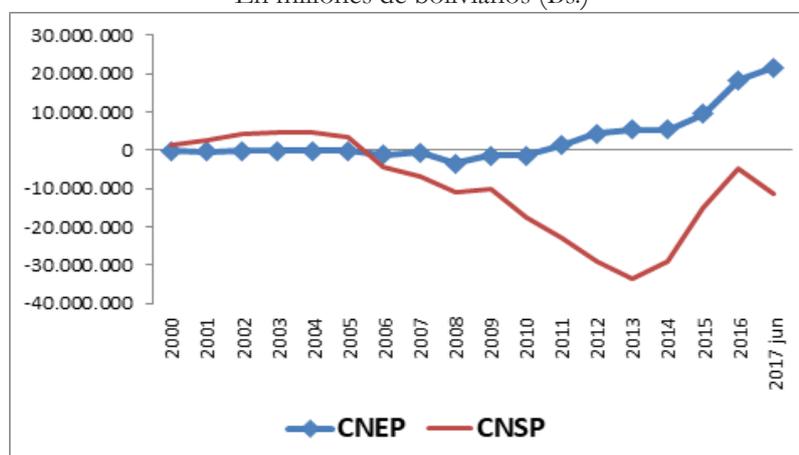
Fuente: Elaboración propia con datos del BCB.

El problema es que la expansión del CIN contribuyó en 2015 a compensar la contracción de las RIN, pero no pudo revertir la tendencia decreciente de la emisión monetaria, situación que se acentúa en 2016 para llegar, en junio de 2017, a una situación en que el CIN se incrementó en menor medida que la disminución de las RIN, dando lugar a una disminución de la emisión monetaria. Esta situación contribuiría a explicar la baja inflación del IPC hasta junio de este año (que fue de 1,84%, casi similar a la subyacente de 1,80%).

De lo planteado, se desprende que entre 2016 y el primer semestre de 2017 la política monetaria no habría sido contra cíclica.

Otra variable vinculada al CIN es la evolución del Crédito Neto del Banco Central al Sector Público (CNSP) y el Crédito a las Empresas Públicas (CNEP). Es así que en la primera etapa del modelo, hasta 2010, una característica resaltante es que el Crédito Neto al Sector Público (CNSP) era negativo, lo que quiere decir que los préstamos que se realizaba eran menores a los depósitos que tiene el Sector Público en el BCB, incluidos los depósitos de las empresas públicas. Como se observa en el Gráfico 9, a partir de 2011 el nivel del CNSP se mantiene negativo, pero cada vez con menores montos; en cambio el crédito a las empresas públicas (CNEP) es positivo y creciente al ser sus préstamos mayores a sus depósitos.

Gráfico 9: Crédito Neto a las empresas públicas  
En millones de bolivianos (Bs.)

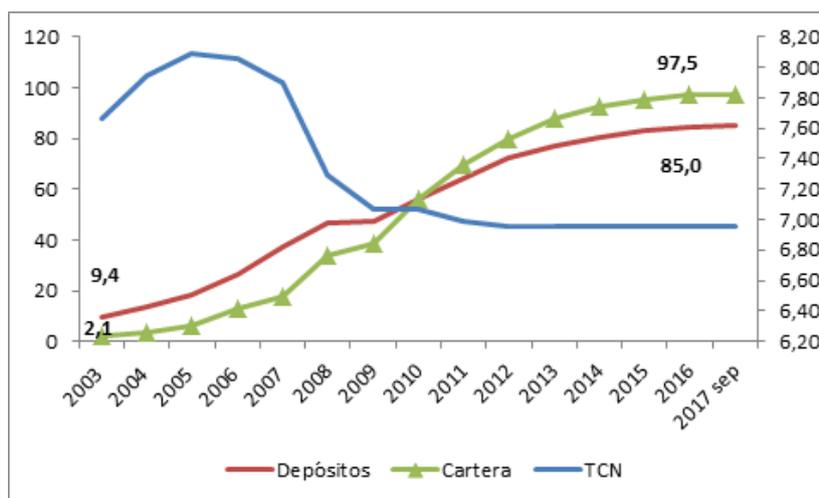


Fuente: Elaboración propia con datos del BCB.



La preocupación que surge es la tendencia del CNSP, que es muy probable que sea positiva en 2017 y en los siguientes años, constituyéndose en un factor de expansión del dinero. El CNEP tiene claramente una tendencia creciente y pronunciada, con deuda ascendente con el BCB, por lo que es importante prever hasta cuándo se prolongará dicha situación, si existe un límite y ver ¿cuándo empezarán a recibirse los retornos de las inversiones y los pagos correspondientes de los préstamos?

Gráfico 10: ¿Bolivianización dependiente del tipo de cambio?  
En porcentajes



Fuente: Elaboración propia con datos del BCB.

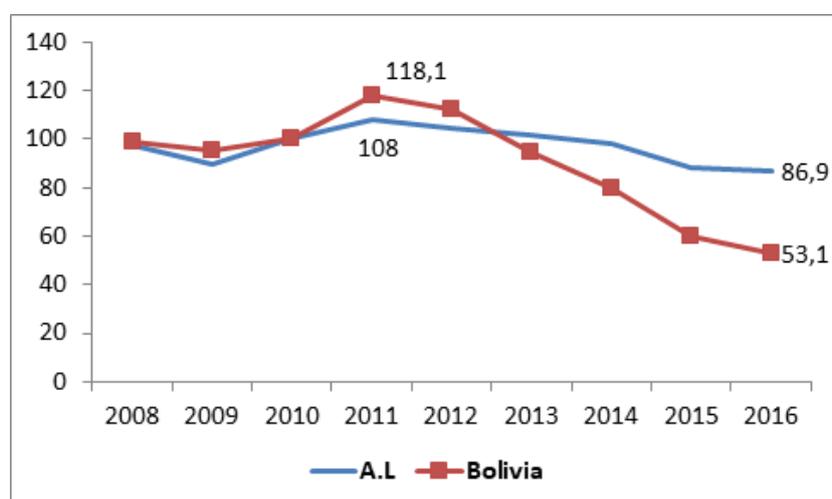
Por último, está el éxito de la bolivianización alcanzada en comparación con otros países latinoamericanos y el modelo precedente, como reconoció Lafambroise (2017) en el Blog del FMI. La preocupación está relacionada, en primer lugar, con los límites de dicha monetización, puesto que pareciera que en los depósitos ya se alcanzó un techo (85%) y posiblemente en la cartera (97,5%), en segundo lugar, la preocupación está en su alto grado de dependencia y sensibilidad respecto al tipo de cambio, fijo como se observa en el Gráfico 10.

## 6. El desequilibrio externo

Bolivia, desde el nuevo modelo económico, atravesó por dos shocks externos adversos —el de 2009 que duró cuatro trimestres y el segundo que si bien se inicia en 2011 con la caída del precio de los minerales se acentúa desde 2013, siendo más prolongado con una duración hasta el 2016. El shock desfavorable en la relación de términos de intercambio fue del 55% desde 2011. Fue más agudo en Bolivia que en América Latina, que llegó al 20%, tal como se observa en el Gráfico 11.



Gráfico 11: Shock de términos de intercambio.  
Índice 2010=100

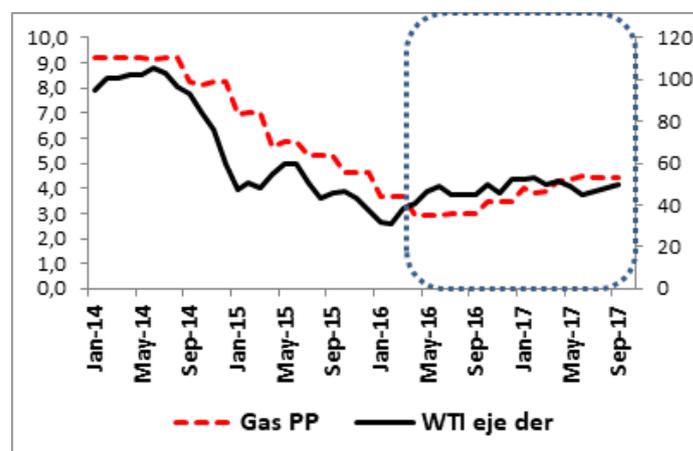


Fuente: Elaboración propia con datos de la CEPALSTAT.

Estrictamente, el shock externo asociado a la caída de los precios del petróleo ya habría pasado después de que el WTI (West Texas Intermediate) tocara piso en enero de 2016 y el precio del gas, debido a su indexación diferida, llegó a tocar fondo recién en junio de 2016, puesto que se observa una recuperación moderada de ambos precios (Gráfico 12).

Sin embargo, desde mayo de 2016, los envíos de gas a Brasil, después de registrar un promedio de 31,6 MMmc diarios, empezaron a declinar hasta llegar a un piso de 14,3 MMmc en enero de 2017, lo que equivale a una caída de más del 50%. Después de una recuperación, volvió a declinar a un nivel de 16,5 MMmc en junio de este año. Es por eso que recién a partir del segundo semestre de 2017 se pueden esperar mejores tasas de crecimiento del PIB. Estas fuertes perturbaciones en la demanda de Brasil constituyen un nuevo shock externo adverso, ya no de precios, sino de cantidades o volúmenes.

Gráfico 12: Precio del WTI y precio del gas promedio ponderado

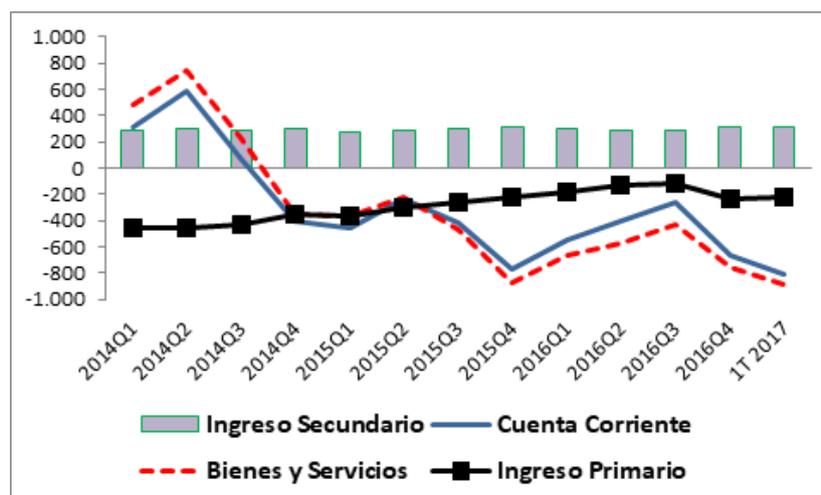


Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Energía e Hidrocarburos.  
Nota: WTI: \$us/barril. Gas PP: Precio ponderado: \$us/MMBTU.



Los efectos del shock externo se expresaron en la disminución de los ingresos fiscales por materias primas en diez puntos porcentuales del PIB desde 2013-2016, afectando las cuentas fiscales, produciendo la aparición y expansión del déficit consecutivo en cuenta corriente de balanza de pagos, que incidió en la pérdida de las reservas internacionales. A partir del cuarto trimestre de 2014 se visualizaron los efectos con la reversión de la tendencia favorable del saldo corriente de la balanza de pagos y con la persistencia al déficit hasta el primer trimestre de 2017, con posibilidades de que continúe el resto del año (Gráfico 13).

Gráfico 13: Saldo trimestral de la balanza de pagos en cuenta corriente  
En millones de dólares



Fuente: Elaboración propia con datos del BCB.

Contablemente, las causas se originan en el déficit de la balanza comercial de bienes y servicios y en el saldo negativo del ingreso primario, que es básicamente la renta de la inversión neta que recibe el país, menos la que se remite al exterior. El ingreso secundario, o remesas del exterior, mantuvo un saldo positivo y con tendencia creciente hasta agosto de 2017, siendo previsible que continúe el resto del año.

Según el INE, entre enero y agosto de este año, el saldo de la balanza comercial fue negativo (845,6 millones de dólares), superior en 20% al déficit comercial en similar periodo del año anterior, sin embargo es muy probable que tenga un saldo menor al de 2016, dada la recuperación de las exportaciones.

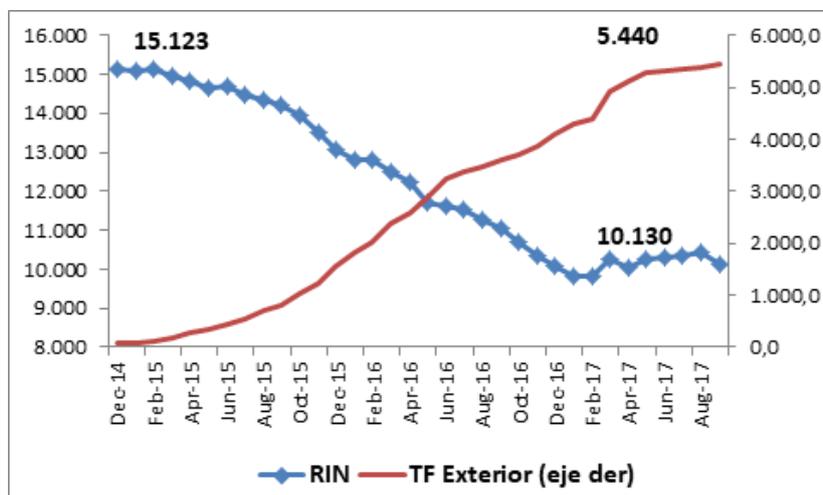
El nivel de las reservas internacionales amortiguó los efectos del shock externo en el contexto de una política cambiaria con tipo de cambio fijo, sin embargo, el monto de su caída no solo muestra el déficit de la cuenta corriente, sino incluye las salidas de la cuenta financiera, reflejándose en el aumento de las transferencias financieras al exterior del sistema financiero, a través del BCB.

El país sufrió, antes del shock externo, una desacumulación de reservas de un 50% del PIB a un 27,5% en septiembre de 2017, aunque según el FMI los niveles adecuados estarían a partir de un 15% del PIB.

El ritmo de salidas al exterior tendió a desacelerarse y el nivel de las reservas internacionales consiguió estabilizarse en torno a los 10 mil millones de dólares hasta septiembre, como se observa en el Gráfico 14.



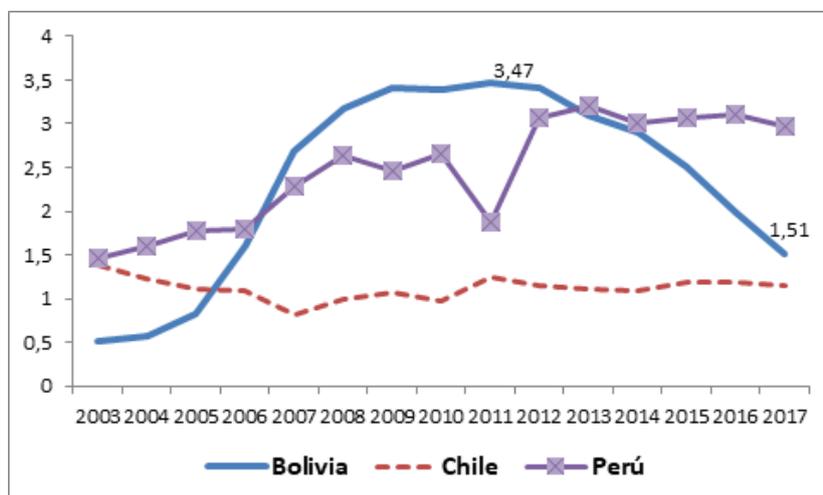
Gráfico 14: Reservas internacionales y transferencias financieras al exterior  
En millones de dólares



Fuente: Elaboración propia con datos del BCB.

Las RIN cumplen un nivel adecuado en base a distintas formas de medición y exigencias internacionales, según la metodología del FMI (2016), denominada ARA metrics (Assesment of Reserve Adequacy), donde la relación de las reservas internacionales respecto a esta variable tendría un nivel adecuado si está en un rango de 1 a 1,5, mientras que en el caso de Bolivia es 1,51, sin embargo preocupa bastante su descenso pronunciado a partir de 2014, después de haber registrado un ratio 3,47 en 2012 (Gráfico 15) .

Gráfico 15: Relación de las reservas internacionales /ARA metrics Unidades



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI DataMapper. Octubre 2017.

A su vez, en el Marco de la Sostenibilidad de la Deuda Externa del FMI y del Banco Mundial (BM), en base a datos del BCB (2017a), la deuda externa pública está muy por debajo de los nuevos niveles exigidos (55% del PIB), contando el país con un amplio margen de endeudamiento. Así, en junio de 2017 representaba un 23,7% del PIB. A su vez, el servicio de la deuda externa respecto al PIB era de 6,7%, siendo el nuevo umbral del 21%. Por último, la relación de la deuda externa y las exportaciones, que antes del shock externo era de 43,1%, subió a 92,1% en junio de 2017, siendo el límite referencial de 150% según el BCB.



A diferencia de la mayoría de los países de la región, presentaba una posición de inversión internacional (PII) superavitaria hasta 2016, previéndose una reversión del saldo acreedor para 2017 si es que continúa la tendencia observada en el primer trimestre, cuando registró un saldo deudor de 1,9% del PIB.

## 7. Déficit fiscal y política anticíclica

Después de haber logrado su tasa máxima de crecimiento del PIB (6,78% en 2013), la economía boliviana en 2014, año en que se da el shock negativo de los precios del petróleo, continuó con una alta tasa de expansión (del 5,5%). Los ingresos totales siguieron aumentando en 2,3 puntos porcentuales del PIB, pero el gasto total se incrementó en mayor medida en 6,4 puntos porcentuales, siendo más alto el aumento del gasto corriente (3,3%) que el de la inversión pública (1,2%), como se observa en el Cuadro 2.

El aumento del gasto en mayor proporción al de los ingresos fiscales generó, por primera vez desde 2006, un déficit fiscal de 3,4%. Recién en 2015 y 2016 se visualizan plenamente los efectos negativos del shock externo con una fuerte caída consecutiva de los ingresos totales en 3,6 y 4,7 puntos porcentuales del PIB, como muestra el Cuadro 2.

Cuadro 2: Ajuste fiscal  
En porcentajes del PIB

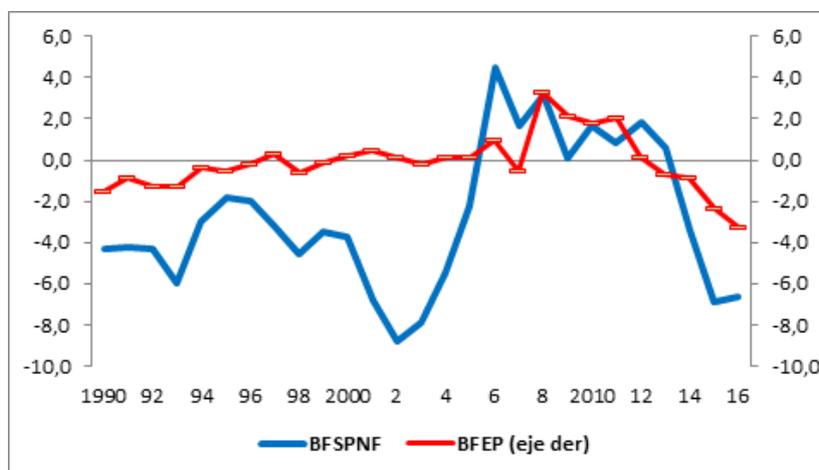
	2013	2014	2015	2016
Ingresos totales	2,1	2,3	-3,6	-4,7
Gastos totales	3,1	6,4	-0,1	-5
Gastos corrientes	0,3	3,3	1,7	-4,6
Inversión pública	1,6	1,2	1,1	0,2
Saldo fiscal	0,7	-3,4	-6,9	-6,6
Crecimiento del PIB (%)	6,78	5,46	4,85	4,3

Fuente: Elaboración propia con datos del BCB.

La reacción fiscal en 2015 fue preservar el nivel del gasto total, pero al interior cayó el gasto de capital (1,8%), aunque aumentó el gasto corriente (1,7%). Empero, pese a la caída del gasto de capital, la inversión pública se incrementó en 1,1 puntos porcentuales del PIB. En 2016 volvieron a caer fuertemente tanto los ingresos totales (4,7%) como el gasto fiscal (5,0%), en especial del gasto corriente (4,6%), pero aún se preservó la inversión pública, con un crecimiento en 0,2 puntos porcentuales del PIB. El resultado fiscal, Gráfico 16, registró un déficit de 6,9% y del 6,6% del PIB en 2015 y 2016, respectivamente, los más altos desde el inicio del modelo y en comparación con otros países de la región, con excepción de Brasil (7,6%). Para 2017, el MEFP (2017b) prevé un déficit fiscal del 6,5% del PIB



Gráfico 16: Déficit global y de las empresas públicas  
En porcentaje del PIB



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MEFP (2017b).

Pese a que el declive del petróleo empezó en junio de 2014, y se preveía que sus efectos serían rezagados en los precios del gas de exportación por la indización diferida, parecería que predominó una percepción de que el shock era transitorio. Recién en 2016 se efectuó el ajuste fiscal, el cual se centró en los gobiernos regionales y municipales, inducidos por la caída del IDH. En 2016, el gasto corriente de los gobiernos subnacionales disminuyó en 25,8% y los gastos de capital en 12,8%. Según el MEFP (2017b, p.39): “los (gobiernos) subnacionales continuaron invirtiendo gracias a recursos que el Gobierno otorgó a través de fideicomisos para que puedan cumplir con la ejecución de los proyectos de inversión pública en el área social y productiva concurrentes con el Gobierno Central, además hicieron uso de sus saldos caja y bancos”.

Se tiene que el IDH cayó en 2016 en 44% y, desde 2014, que es cuando se inicia el shock externo, el descenso acumulado fue de 60,5%. Es de hacer notar que se estableció el destino de un 12% del IDH para el Fondo de Promoción de la Inversión en Exploración y Explotación de Hidrocarburos.

Se puede concluir que la política fiscal fue selectivamente anticíclica, centrada en preservar y seguir aumentando la inversión pública, aspecto que lo diferencia radicalmente de la mayoría de las políticas fiscales seguidas en otros países de América del Sur, según CEPAL (2017b).

En el caso boliviano, parte del fuerte aumento del déficit global está asociado al aumento del déficit de las empresas públicas en los dos últimos años, con niveles del 2,4% y 3,3% del PIB, MEFP (2017d). (Gráfico 16).

Si bien el déficit se explica por los gastos de capital, el problema de fondo del modelo económico centrado en las empresas estatales está justamente en la capacidad de generación de excedente económico. Así, con datos del MEFP (2017d) se encuentra una disminución del excedente económico del sector estatal del 3,2 % del PIB en 2014 a 0,8 % en 2015 y 0,4% en 2016.

Resulta preocupante que solo YPFB sea el principal generador de excedente económico, puesto que el resto de las 35 empresas, en 2016, generaban utilidades alrededor de 941 millones de bolivianos equivalentes a 0,4% del PIB. Si el motor del crecimiento económico son las empresas públicas, éstas —después de 11 años del modelo y 8 años desde que el BCB les da préstamos directos (un equivalente al 12% del PIB)— deberían empezar a contribuir con un mayor aporte al resultado fiscal.



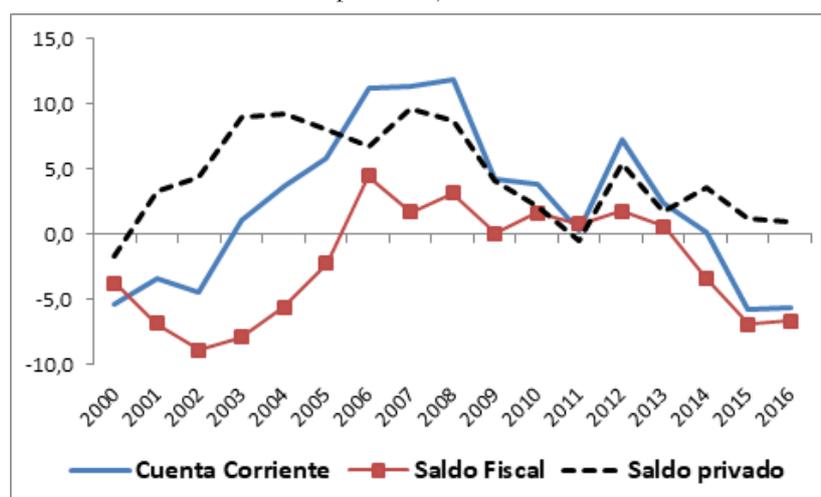
El principal cambio del modelo fue el nuevo rol del Estado como actor y protagonista directo del desarrollo económico a través de su intervención directa en la modalidad de empresas públicas nacionalizadas o creadas con recursos internos. La evaluación del papel del Estado no se juzgará por su rol que ya desempeñaba desde antes en la inversión en infraestructura, salud y educación, sino por la profundización de su participación en el ámbito de las inversiones en el sector productivo para lograr construir un nuevo modelo social, comunitario y productivo.

Por tanto, en el corto y mediano plazo, el desafío será cómo contribuyen las empresas públicas a lograr las tasas de crecimiento del PIB contempladas en el Plan de Desarrollo Económico y Social (PDES) en un promedio del 5%, límite inferior y el 5,8%, como límite superior.

## 8. Los saldos macroeconómicos

El saldo deficitario de la cuenta corriente está estrechamente relacionado con el saldo negativo del balance fiscal, que refleja a su vez el comportamiento del ahorro y la inversión pública. Por tanto, el déficit creciente de la balanza de pagos en cuenta corriente, señala que el ahorro público es bastante menor a la inversión pública, como se observa en el Gráfico 17.

Gráfico 17: Los saldos macroeconómicos  
En porcentaje del PIB



Fuente: Elaboración propia con datos del BCB y el MEFP.

El país hizo un fuerte sacrificio para aumentar y preservar la inversión pública en un contexto en que —debido a que el saldo favorable entre sus ingresos respecto a los gastos corrientes, es decir el ahorro público— empezó a declinar en forma pronunciada a partir de 2013. Sin embargo, lo que preocupa es el otro saldo, el del sector privado, en el cual se observa una disminución de 5,5% del PIB en 2012 hasta llegar, en 2016, a solo 1% del PIB, como se puede ver en el Gráfico 17.

Como la variable inversión pública seguirá siendo el motor del modelo económico, se requiere sostener o estabilizar su nivel, para lo cual el Gobierno necesita controlar o racionalizar el gasto corriente y aumentar los ingresos fiscales. Es decir, requiere de medidas de política fiscal no contractivas que provoquen la caída del producto y de la demanda interna, pero tampoco puede seguir con la inercia de una política expansiva, que agudice el déficit fiscal o sobrecaliente la inversión pública.

Complementariamente, se requiere que funcione mejor el motor de la inversión privada, tanto nacional como extranjera. En el caso de la inversión privada nacional, ésta se mantuvo estable en torno a un 5,7%



del PIB, mientras que la IED (inversión extranjera directa) disminuyó de un nivel de 5,7% del PIB en 2013 a un 1,2% del PIB en 2016.

En 2016 la economía tenía un coeficiente de inversión del 20%, el cual está por debajo de las metas del Plan de Desarrollo Económico Social (PDES, 2015) que pretendía llegar a un 24% en 2017 y mantenerse en ese nivel hasta 2020. Por tanto, será necesaria una revisión de las metas del PDES en base al nuevo contexto externo y las limitaciones del modelo centrado en el gasto público y, en particular, en la inversión pública.

## 9. Escenarios 2017 y 2018

Tanto el Gobierno como los organismos internacionales, en el caso del FMI (2017), realizan proyecciones de las principales variables económicas en base a modelos diseñados para tal efecto. En el Cuadro 3 se presentan algunos pronósticos hasta 2018.

Cuadro 3: Proyecciones de las principales variables económicas: 2017-2018

Indicadores	Gobierno		FMI		
	2016	2017	2016	2017	2018
Tasa del PIB (%)	4,3	4 y 4,5	4,3	4,2	4,0
Tasa de inflación (%)	4,0	4,3	4,0	4,3	5,0
	En porcentaje del PIB				
Saldo fiscal PGN	-6,5	-6,5			
Saldo fiscal ejecutado	-6,6		-5,8		
Balance primario	-5,5		-5,5	-5,2	-4,2
Cuenta Cte. BOP*	-5,6		-5,7	-4,7	-4,8
Deuda pública	38,9		42,1	42,4	43,3
Deuda pública externa	21,3	23,7			
Inversión pública	14,9	18,9			

Fuente: BCB, MEFP (2017b), FMI (2017) WEO.

Sin embargo, es necesario resaltar que los métodos prospectivos nacen como crítica al uso de los métodos previsivos que se fundamentan en la utilización de la proyección de series históricas acompañadas, en la mayoría de las veces, por datos probabilísticos. Si bien la probabilidad mejora la fiabilidad de los datos, existe una serie de críticas que hacen que los métodos previsivos sean considerados como incompletos para analizar la naturaleza de los problemas que nos ocupan.

Uno de los métodos prospectivos que más apoyos tiene en la actualidad para analizar los acontecimientos futuros a la luz de los acontecimientos presentes es el método de los escenarios. Este método nace como réplica al uso de métodos previsivos.

Como define Licha (2000), un escenario es una descripción de las circunstancias, condiciones o acontecimientos que pueden representar la situación del entorno en un momento futuro del tiempo. No es una previsión del futuro, sino un análisis cualitativo de cómo puede ser dicho futuro. Señala además, que es hipotético (describe algún futuro posible), selectivo (representa algunos aspectos de la realidad), limitado (contiene un número determinado de variables) y está conectado (interconexión entre situaciones).

Los escenarios pueden ser de dos tipos: tendenciales y alternativos. Los escenarios tendenciales proceden de una simple extrapolación de tendencias y corresponden al futuro más probable. Los escenarios alternativos



—también llamados “contrastados”— consisten en la descripción de imágenes de futuros posibles

En el presente ejercicio se define un escenario inercial, es decir el resultante de que la macroeconomía, analizada anteriormente, siga la tendencia, de los últimos años. También se define un escenario denominado deseable, que sería el que mejor podría tener la macroeconomía dado su desempeño pasado y actual. Por último, se define un escenario que denominamos contrastado, que en realidad correspondería a un escenario pesimista, pero que puede ser posible.

Se define un horizonte corto de tiempo, de 2017-2018 y se escogen un grupo limitado de variables tanto para el escenario del contexto externo como del escenario macroeconómico.

### **9.1 Escenarios del contexto externo**

El escenario inercial es el más probable que continúe, con un crecimiento moderado del PIB y del comercio mundial, con baja inflación de entorno al 2%, sin peligros de deflación y con tasas de interés internacionales de aumento gradual pero moderado. No se esperan alzas fuertes. Se presume que el dólar tendería a mantenerse estable con una tendencia a una depreciación moderada y que las monedas de los países vecinos se estabilicen con bajas fluctuaciones cambiarias con tendencia a la apreciación de los tipos de cambio efectivos reales.

Los precios de las materias primas tenderán a continuar con una recuperación moderada y los flujos de capital hacia las economías en desarrollo continuarían entrando, pero no en ritmo y niveles anteriores, con un crecimiento moderado de la inversión extranjera directa en la región de América Latina. Se espera que no se acentúen los problemas de deuda de los hogares en las economías avanzadas y se estabilicen los niveles de deuda en China. Un escenario no deseado y de baja probabilidad es la amenaza de una nueva crisis financiera internacional o un crecimiento abrupto de las tasas de interés.

Para Bolivia es muy relevante que la recuperación económica continúe en Brasil y que, principalmente, se normalicen los envíos de gas natural al mercado más importante que tiene el país.

### **9.2 Escenario del sector externo**

En un entorno externo moderado, no desfavorable, se espera que no se acentúen los desequilibrios de balanza comercial, sino que más bien disminuyan con relación a los niveles de 2016. De normalizarse los envíos de gas natural al Brasil, la recuperación de las exportaciones observada hasta agosto de este año continuaría. Se esperan que las remesas sigan creciendo y lleguen a superar los mil millones de dólares. Se espera que la relación de términos de intercambio no continúe deteriorándose, sino se estabilice y recupere modestamente en 2017 y 2018 a niveles todavía muy por debajo de 2010.

La recuperación de la Inversión Extranjera Directa (IED) sería moderada y la mayor preocupación no es que la deuda externa aumente, sino que mejore la gestión de endeudamiento y se efectivicen los recursos externos contratados o negociados, en particular con China, dado el amplio margen de endeudamiento que tiene el país. No obstante, se debe seguir de cerca al indicador de deuda externa/exportaciones, que en 2014 era muy bajo (43,1%), pero que hasta junio de 2017 trepó a un 92,1%, según BCB (2017a) debido a la caída de las exportaciones.

Las RIN disminuirían moderadamente, pero se habría desacelerado el ritmo de salida de las transferencias financieras al exterior del sistema financiero a través del Banco Central. Se prevé un contexto de relativa estabilidad cambiaria en las monedas de los países vecinos y, dado que se asume que el tipo de cambio se mantenga fijo, se depreciaría levemente el tipo de cambio real, continuando su tendencia reciente. Un escenario deseable sería modificar en forma programada el tipo de cambio, aprovechando el buen nivel de



las reservas internacionales.

### **9.3 Escenario macro**

De continuar la tendencia observada hasta el primer semestre de 2017, con un crecimiento del PIB cercano al 3,6%, es muy probable un escenario donde el crecimiento esté alrededor del 4% y dentro del rango inferior previsto por el Banco Central (4% y 5%), incluso para 2018. Para que el motor de la inversión pública alcance el 15% del PIB, debe aumentar el nivel de ejecución en forma acelerada y asegurar los recursos del financiamiento externo, caso contrario no contribuiría a alcanzar la tasa de crecimiento del PIB del 4,7% no solo en 2017, sino en particular en 2018.

Si bien es deseable que no suba la relación deuda pública externa respecto al PIB, que a junio de 2017 fue de 23,7%, un aumento del indicador es deseable siempre que signifique un mayor flujo de recursos externos para financiar proyectos de inversión, dado el margen amplio que tiene la economía boliviana para endeudarse.

La inflación, según el BCB, estaría en 4,3%, sin embargo hay indicadores como el de la inflación subyacente que podrían señalar una inflación en torno al 3%. Una menor tasa de inflación es deseable siempre que no signifique una señal de desaceleración de la demanda interna, como puede advertirse si la inflación subyacente continúa siendo baja.

Los déficit mellizos del 6,5% se repetirían en 2017 en el caso del déficit fiscal y el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, aunque sería menor al 5,6% registrado en 2016.

### **9.4 El escenario de las empresas públicas**

El rol de las empresas públicas es clave en el nuevo modelo económico, puesto que se basa en la estrategia diseñada en el Plan Nacional de Desarrollo (PNDES) 2006-2011 de generación del excedente y su destino tanto al sector producto intensivo en empleo como al sector social.

Con excepción de YPFB, es urgente que el resto de las 35 empresas públicas contribuyan a la generación del excedente, que es fundamental en el proceso ahorro-inversión. Hasta el presente han ido captando los recursos vía financiamiento del BCB. De no cumplir este rol, sería uno de los factores de explicación de agotamiento del modelo en los próximos años.

De seguir la actual tendencia, las empresas públicas, excepto YPFB, limitarían las posibilidades de alcanzar tasas de crecimiento arriba del 4% en los próximos años. De mejorarse la gestión de las empresas estatales, junto con la gestión de la inversión pública, se podría pasar a un escenario deseable. De darse un escenario pesimista de no contribución al excedente económico y elevado crédito neto del Banco Central, afectaría gravemente al modelo, para cuya recuperación serían necesarias medidas de control de gasto, de racionalización de las empresas e inclusive su cierre o privatización.

Por tanto, el Gobierno está a tiempo de tomar medidas que aumenten la eficiencia de las empresas estatales.



## 10. Recomendaciones de políticas públicas

En un contexto externo de recuperación moderada de la economía mundial y de los precios de los commodities, para la economía boliviana es relevante la situación y perspectivas económicas de sus dos principales socios comerciales de la región, Brasil y Argentina, por su rol estratégico en la demanda de gas natural. Por tanto, es muy importante priorizar las relaciones económicas bilaterales, independientemente de las diferencias ideológicas, para asegurar la venta de gas natural, principal producto del sector estratégico de los hidrocarburos en el mediano y largo plazo.

La economía atraviesa una fase de declinación iniciada en el tercer trimestre de 2013 y expresada en la contribución negativa de la demanda externa al crecimiento del PIB, por lo que para un mediano plazo, es imprescindible que la demanda externa, es decir las exportaciones, también contribuyan al crecimiento del PIB y permitan financiar las importaciones necesarias para aumentar el nivel de la demanda interna y así contribuir al crecimiento del PIB. La política cambiaria es un instrumento para incentivar las exportaciones, la producción nacional que compite con las importaciones y desincentivar las importaciones no esenciales, que puede acompañar a la actual política de financiamiento orientada a diversificar el sector productivo.

El modelo económico se ha centrado en el dinamismo del gasto público y, en especial, de la inversión pública, por lo que es recomendable políticas orientadas a incentivar la inversión privada nacional y la inversión extranjera, como en el caso de las alianzas público-privadas, de modo que complementen y coadyuven al motor de la inversión pública que puede sobre calentarse.

El actor protagónico del nuevo rol del Estado en la economía han sido las empresas públicas, por lo que se requiere de políticas públicas que aumenten su eficiencia operativa y ejecutiva y se centren en la generación del excedente económico, sin el cual el nuevo modelo económico se debilitará o agotará, dado el aumento de los créditos a las empresas públicas y su bajo retorno y contribución a los ingresos fiscales.

El costo del ajuste externo la ha sumido fundamentalmente la disminución de las reservas internacionales, las cuales han ido declinando en 2017, aunque en forma moderada. Sin embargo, se necesita que la Política de Financiamiento Externo pueda materializar las negociaciones principalmente con la China para asegurar el componente necesario para los proyectos de inversión pública, principalmente de infraestructura y desarrollo productivo.

En un escenario moderado, tanto externo como interno, es muy difícil que se alcancen las metas de inversión y crecimiento del PDES, por lo que se recomienda su evaluación y la adecuación de las metas al contexto actual.



## 11. Referencias bibliográficas

- Banco Central de Bolivia-BCB (2017a), “Informe de la Deuda externa Pública a junio de 2017”.
- Banco Central de Bolivia-BCB (2017b). “Informe de Política Monetaria”. Julio.
- Banco Central de Bolivia-BCB (2017c). “Memoria 2016”. La Paz.
- Banco Central de Bolivia (2017d) “Avance de cifras del Reporte de Balance de Pagos Primer Trimestre Gestión 2017”. La Paz.
- CEPAL (2017a). “Estudio Económico de América Latina 2017”. Santiago de Chile.
- CEPAL (2017b). “Panorama fiscal de América Latina y el Caribe”. Santiago de Chile.
- Estado Plurinacional de Bolivia (2015). “Plan de Desarrollo Económico y Social” (PDES). La Paz.
- FMI (2017). “World Economic Outlook”. Octubre.
- FMI (2016). “Assesing Reserve Adequacy-ARA”. Julio.
- Laframboise N. (2017). “Bolivia: preservando los avances”. <https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=8313>.
- Licha I. (2000). La construcción de escenarios. Junio.
- Ministerio de Economía y Finanzas Públicas-MEFP (2017a). “La economía boliviana no está en desaceleración”. La Paz.
- Ministerio de Economía y Finanzas Públicas-MEFP (2017b). “Informe fiscal 2016”.
- Ministerio de Economía y Finanzas Públicas-MEFP (2017c). “Memoria de la economía boliviana 2016”. La Paz.
- Ministerio de Economía y Finanzas Públicas-MEFP (2017d). “Las empresas públicas en el nuevo modelo económico boliviano”.
- OECD (2017a). “Interim economic outlook”. Septiembre.
- OECD (2017b). “Economic outlook”. Junio.
- VIPFE (2017). “Ejecución financiera de inversión pública-Agosto 2017”. [http://www.vipfe.gob.bo/index.php?opcion=com\\_contenido&ver=categoria\\_vista&id=603&id\\_item=708](http://www.vipfe.gob.bo/index.php?opcion=com_contenido&ver=categoria_vista&id=603&id_item=708)





Autor:

Gabriel Loza Tellería es economista y se ha desempeñado como servidor público siendo Director de la Unidad de Análisis y Política Económica y Social (UDAPE), Ministro de Planificación del Desarrollo y Presidente del Banco Central de Bolivia. Actualmente es docente de postgrado del CIDES-UMSA y se desempeña como consultor. Ha escrito en revistas internacionales, como la Revista de CEPAL, BIS y CEMLA y ha publicado varios libros, entre los que se destaca: Bolivia y el modelo de economía plural. Bolivia: el shock externo y medidas anti-shock y, recientemente, Crisis externa y política cambiaria.

*Queda terminantemente prohibido el uso comercial de todos los materiales editados y publicados por la Friedrich Ebert Stiftung (FES) sin previa autorización escrita de la misma.*

*Las opiniones expresadas en esta publicación no reflejan, necesariamente, los puntos de vista de la Friedrich-Ebert-Stiftung*

#### **Pie de imprenta**

Friedrich-Ebert-Stiftung Bolivia  
Obrajes calle 14 | N° 5998  
La Paz

ISBN: 978-99974-0-424-4  
D.L: 4-4-2731-18

#### **Responsable**

Philipp Kauppert, Director FES  
Bolivia

Daniel Agramont, Coordinador  
de Proyectos

#### **Edición**

Ricardo Aguilar

#### **Contacto**

Tel: +591 2-2750005  
Fax: + 591-2-2750090  
[www.fes-bolivia.org](http://www.fes-bolivia.org)  
Facebook: Fundación  
Friedrich Ebert Bolivia  
Twitter: @BoliviaFes