

ECONOMÍA

BOLIVIA: DESEQUILIBRIO EXTERNO ¿TRANSITORIO O ESTRUCTURAL?

Gabriel Loza Tellería
Junio 2023



La situación de “iliquidez” por la que atraviesa el mercado cambiario en Bolivia preocupa tanto al Gobierno, como a la población, a los agentes económicos, a los analistas, a las calificadoras de riesgo, a los tenedores en el exterior de bonos bolivianos y, especialmente, a los medios de comunicación nacional e internacional.



En este contexto, el objeto de este *policy paper* es contribuir con insumos para el análisis de la actual situación de desequilibrio externo que atraviesa la economía boliviana, para lo cual parte del concepto de desequilibrio externo y se plantea si el desequilibrio actual es transitorio o estructural y si la “crisis de liquidez” fue súbita o anunciada. Se sigue con los indicadores del nivel adecuado de reservas internacionales, el servicio de deuda externa pública y el indicador del déficit de balanza de pagos en cuenta corriente, como señales del desequilibrio externo, para concluir que el desequilibrio actual que atraviesa la economía boliviana contiene ambos elementos. Termina con recomendaciones de opciones de política económica tanto de corto como de mediano plazo.

Índice

1.	INTRODUCCIÓN	4
2.	EL CONCEPTO DE DESEQUILIBRIO EXTERNO	6
3.	EL NIVEL DE ADECUACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES	7
4.	EL SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA PÚBLICA	8
5.	EL DÉFICIT DE LA BALANZA DE PAGO EN CUENTA CORRIENTE	10
6.	LAS SEÑALES DE ALARMA	12
7.	DESEQUILIBRIO ESTRUCTURAL	15
8.	OPINIONES DE POLÍTICA	17

1.

INTRODUCCIÓN

La situación de “iliquidez” por la que atraviesa el mercado cambiario en Bolivia preocupa tanto al Gobierno, como a la población, a los agentes económicos, a los analistas, a las calificadoras de riesgo, a los tenedores en el exterior de bonos bolivianos y, especialmente, a los medios de comunicación nacional e internacional.

El 24 de marzo, la Calificadora de Riesgo Moody's disminuyó la calificación de Bolivia de un nivel B2 a un nivel Caa1 (bono basura): “La decisión de rebajar las calificaciones refleja la evaluación de Moody's, de que una serie de factores relacionados con una gobernanza muy débil han contribuido a disminuir la disponibilidad de divisas y han elevado las presiones de liquidez externa hasta un punto que amenaza la estabilidad macroeconómica”².

El riesgo país generalmente se mide por el Indicador de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI) de J. P. Morgan Chase, basado en el comportamiento de la deuda externa emitida por cada país, que calcula la prima que un país debe pagar si quiere emitir deuda, en comparación con la tasa libre de riesgo del Tesoro de los EEUU.³ Indica el riesgo de impago de un país: mientras menor certeza exista de que un país pagará sus obligaciones, más alto será el EMBI de dicho país. Según Bloomberg,⁴ el riesgo país boliviano de un nivel de 567 puntos a principios de año creció hasta los 1.900 para después derrumbarse 600 puntos al bajar el 21 de abril a 1.280 puntos. Al 15 de junio, el riesgo país de Bolivia había disminuido a 1.096 puntos, pero se ubica en el tercer lugar

de la clasificación de los bonos más riesgosos, después de Argentina y Ecuador, siendo el riesgo promedio de la región de 414 puntos.⁵ Es en 2023 cuando surge el problema de los bonos bolivianos puesto que “Hasta el año pasado, el riesgo país no era un tema de preocupación... pero en las últimas semanas los inversores comenzaron a vender bonos bolivianos en un frenesí, debido a los temores de que el banco central boliviano se esté quedando sin reservas”⁶.

Según The Economist, “Bolivia está al borde de una crisis económica: después de dos décadas de políticas estatistas, el modelo económico del país está en quiebra” (Ver: Bolivia is on the brink of an economic crisis | The Economist). Asimismo, para varios analistas locales el país atraviesa por una “crisis cambiaria” relacionada con el déficit fiscal. Ver: [Déficit y crisis cambiaria \(paginasiete.bo\)](https://paginasiete.bo/).

La versión oficial según el Comunicado del Banco Central de Bolivia (BCB)⁷ es que “con la implementación de un conjunto de medidas de política monetaria y desembolsos a casas de cambio así como la venta directa al público, se viene regularizando la provisión de dólares estadounidenses y de satisfacer la demanda de la economía”. “De este modo se está superando **el proceso especulativo originado en el mes de febrero por la acción interesada** de analistas y opinadores vinculados a gobiernos neoliberales y al régimen de facto de 2019, que propalaron mensajes descontextualizados a través de sus redes sociales, que fueron replicados por algunos medios de comunicación, exacerbando la demanda de la población por dicha moneda”. Concluye que con estas medidas se consiguieron inyectar aproximadamente \$us 650 millones al sistema financiero “permitiendo el retorno a la normalidad”.

Adicionalmente, las medidas se orientaron a dar una mayor liquidez a las reservas internacionales con la conversión de las Tenencias Oficiales de Derechos Especiales de Giro (DEG's) a divisas, apurar los créditos externos que están en trámite en la Asamblea y reglamentar la recientemente promulgada Ley

¹ Son empresas privadas encargadas de valorar cualquier activo financiero sea público o privado y valorar el posible riesgo de impago. Según su valoración ponen una nota a cada activo desde el seguro “AAA” al impago “C, D”.

² Moody's. Rating Actions. 24 de marzo de 2023.

³ Este diferencial (también denominado spread o swap) se expresa en puntos básicos (pb). Una medida de 100 pb significa que el gobierno en cuestión estaría pagando un punto porcentual (1%) por encima del rendimiento de los bonos libres de riesgo, los Treasury Bills. Los bonos más riesgosos pagan un interés más alto, por lo tanto el spread de estos bonos respecto a los bonos del Tesoro de E.E.U.U. es mayor. Esto implica que el mayor rendimiento que tiene un bono riesgoso es la compensación por existir una probabilidad de incumplimiento.

⁴ [Los riesgos políticos y sociales que pueden incidir en las economías de LatAm \(bloomberglinea.com\)](https://www.bloomberglinea.com/)

⁵ [Banco Central de la República Dominicana \(bancentral.gov.do\)](https://www.bancentral.gov.do/)

⁶ [Country Risk: Bolivia, Ecuador Fare Badly; Argentina, Venezuela Are in a Shambles \(bloomberglinea.com\)](https://www.bloomberglinea.com/)

⁷ BCB, Comunicado de Prensa CP56/2023 del 6 de junio de 2023.

del Oro 1503, con la finalidad de autorizar al Banco Central de Bolivia la compra de oro del mercado interno y efectuar operaciones financieras con las reservas internacionales en oro en los mercados internacionales para fortalecer las reservas internacionales del BCB.

En este contexto, el objeto de este *policy paper* es contribuir con insumos para el análisis de la actual situación de desequilibrio externo que atraviesa la economía boliviana, para lo cual parte del concepto de desequilibrio externo y se plantea si el desequilibrio actual es transitorio o estructural y si la “crisis de liquidez” fue súbita o anunciada. Se sigue con los indicadores del nivel adecuado de reservas internacionales, el servicio de deuda externa pública y el indicador del déficit de balanza de pagos en cuenta corriente, como señales del desequilibrio externo, para concluir que el desequilibrio actual que atraviesa la economía boliviana contiene ambos elementos. Termina con recomendaciones de opciones de política económica tanto de corto como de mediano plazo.

2.

EL CONCEPTO DE DESEQUILIBRIO EXTERNO

En la literatura económica sobre todo en los años 90, con motivo de la crisis de México (Efecto Tequila) y la crisis asiática de 1997, abundaron los trabajos sobre crisis cambiarias sobresaliendo el análisis de Milessi-Ferreti y Razzin (1996)⁸ que postulaba como señal de alerta de déficit persistentes una luz roja que representa un **déficit en cuenta corriente superior al 5 % del PIB**, además de un conjunto de indicadores como endeudamiento externo, aspectos estructurales, políticas macroeconómicas, factores políticos y expectativas de mercado.

El gran problema de los economistas es determinar si el desequilibrio externo es transitorio, de tal manera que se restituiría el equilibrio una vez que haya pasado el shock externo o si, más bien, el desequilibrio es de carácter estructural y está relacionado con los fundamentos económicos.

Los enfoques se diferencian, además, en discutir si la crisis cambiaria es una crisis anunciada o es una muerte súbita. La crisis anunciada se expresa en el desalineamiento de los indicadores clásicos que utiliza el FMI; déficit fiscal, inflación, déficit en cuenta corriente y tipo de cambio sobrevaluado. Sin embargo, el desalineamiento en algunas variables puede existir con anterioridad a la crisis en sí, por lo que se requiere adicionalmente de un shock externo para gatillar o acentuar los desequilibrios. Asimismo, el shock tampoco es suficiente, por lo que adicionalmente es menester que vaya acompañado de malas políticas de respuesta antes del ataque especulativo y, finalmente, viene el componente de la crisis súbita con base en las expectativas auto cumplidas que detonan una crisis cambiaria al prever que el régimen de cambio no se va a sostener⁹.

En este marco, se analiza a continuación el desequilibrio reciente de la economía boliviana en los primeros meses de 2023 tratando de responder a la cuestión básica: si es un desequilibrio transitorio o estructural y si la "crisis de liquidez" fue súbita o anunciada.

⁸ Milessi-Ferreti, G. M.; A. Razzin, A. (1996). "Persistent Current Account Deficits: A Warning Signal?" International Journal of Finance & Economics. London.

⁹ Un análisis más detallado está en Loza, G. (1998), Indicadores de alerta de crisis cambiaria para el caso boliviano. BCB, Revista Análisis. Vol 1. No1/1998.

3.

EL NIVEL DE ADECUACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

El indicador de desequilibrio externo más utilizado es el nivel de las Reservas Internacionales Netas (RIN). En el caso boliviano, se acentuó la disminución persistente del nivel de las RIN, iniciada el 2015, desde un nivel en enero de 2020, antes de la crisis del COVID-19, de 6.374 millones de dólares, equivalente a un 14 % del PIB (considerado un nivel normal de adecuación de reservas por el FMI), a 3.538 millones de dólares, equivalente a un 8,6 % del PIB el 8 de febrero de 2023, último dato oficial disponible.

El FMI utiliza 4 indicadores¹⁰ para medir el nivel adecuado de las reservas internacionales (Cuadro 1):

- El primero es el ratio que relaciona las Reservas Internacionales con una métrica de reservas adecuada (ARA Metric en inglés) la cual es una medida de potenciales necesidades de liquidez en moneda extranjera, en circunstancias adversas donde las reservas juegan un papel amortiguador. Un rango adecuado estaría entre 1 y 1,5. En 2022 Bolivia estaba con 0,43, Chile con 0,75 y solo Colombia cumplía con 1,29.
- El segundo es la relación de reservas respecto al dinero amplio o M(2) para capturar el riesgo de salida de capitales, especialmente de salida de depósitos de residentes. El rango prudente es del 0,20. Bolivia estaba con un nivel de 0,09, Chile con 0,18 y Colombia con 0,36.

- El tercero es la relación de reservas internacionales respecto a la deuda de corto plazo o Regla Greenspan –Guidott, uno de los más usados, que debería ser igual o mayor que 1. Bolivia tenía 1,34 junto con Colombia, mientras Chile estaba con 0,63.
- El cuarto indicador es el tradicional medido por el número de meses de importación que las reservas internacionales pueden cubrir, sugiriéndose tres o más meses. Bolivia estaba con 3,09 meses, Chile con 4,07 y Colombia con 7,7 meses.

Bolivia ya presentaba desde 2015 una tendencia a la declinación en sus indicadores de adecuación de reserva, la cual se acentuó a partir de 2020. Empero, es necesario tener en cuenta que si Bolivia hubiera recurrido al FMI, tal como lo hicieron Chile y Colombia a la Línea de Crédito Flexible a mediados del 2022, a fines de dicho año hubiera presentado una mejoría en los cuatro indicadores de adecuación de reservas.

Sin embargo, es evidente que una economía con tipo de cambio fijo, como la boliviana, necesita de niveles altos de reservas respecto a economías como Chile y Colombia que dejan al tipo de cambio actuar como mecanismo de ajuste de los shocks externos.

Cuadro 1.

Indicadores de niveles adecuados de Reservas Internacionales: 2022

Unidades	Ratio	Bolivia	Chile	Colombia
Reservas /ARA metric	1 a 1,5	0,43	0,75	1,29
Reservas /Dinero Ampliado (M2)	0,2	0,09	0,18	0,36
Reservas/Deuda de Corto Plazo	Igual mayor a 1	1,34	0,63	1,35
Reservas /Meses de Importación	Mayor a 3	3,09	4,07	7,7

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI. Ver: [Assessing Reserve Adequacy - ARA \(April 2023\) \(imf.org\)](#)

¹⁰ La Decisión que surgió del Tercer Pleno del XVIII Congreso del Partido, Made in China 2025, Internet Plus y China Standards 2035.

4.

EL SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA PÚBLICA

Indudablemente, el shock externo ha estado relacionado con la “pluri crisis” mundial caracterizada por la simultaneidad de efectos adversos de la guerra de Rusia y Ucrania, la fragmentación económica mundial, la subida del precio de los combustibles y alimentos y, especialmente, con el alza abrupta y considerable de las tasas de interés para reducir la inflación que está contribuyendo a una recesión económica mundial, a una posible crisis de deuda en los países emergentes y ha gatillado incluso una crisis bancaria en EEUU.

Respecto a la crisis de deuda, según Bloomberg, a fines de mayo más de 11 países, entre ellos Bolivia, tenían problemas por deuda comercial en dólares y cinco países estaban en default (Gráfico 1).

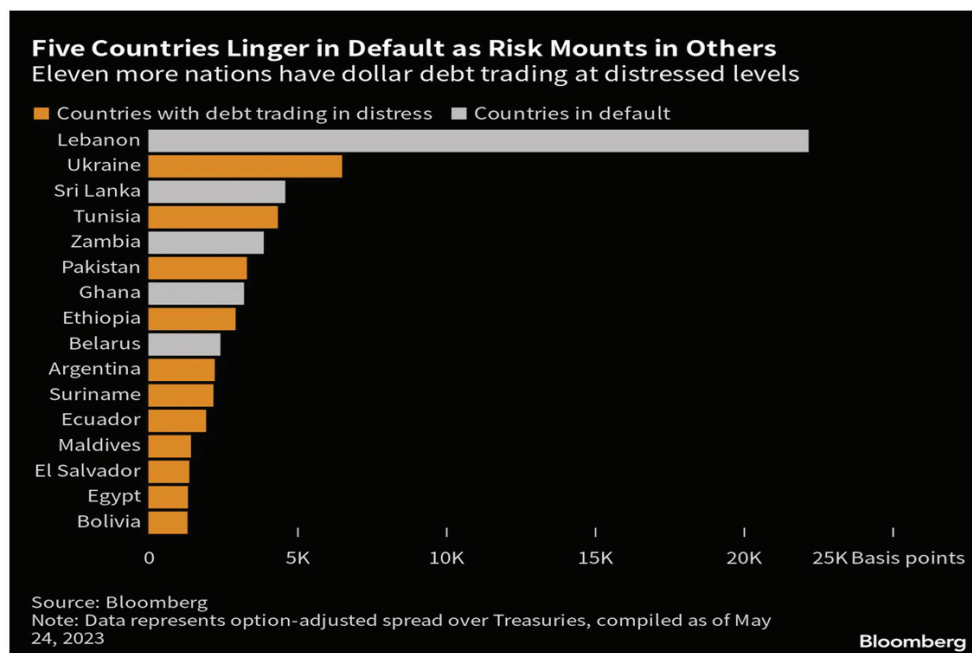
En 2022 la economía boliviana no presentaba problemas de deuda externa. Con información del BCB disponible a diciembre de 2022, el coeficiente de la deuda externa pública respecto al PIB era de 30 % (comparado con límites o umbrales del 50 %) y el servicio de la deuda externa pública con relación a las exportaciones era del 7,9 % (cuando el límite es de 15 %), no existiendo además deuda pública de corto plazo (menor a un año), lo que reduce significativamente el riesgo de refinanciamiento de la deuda externa¹¹.

Según información del Viceministro de Inversión Pública y Financiamiento Externo, “el nivel de endeudamiento del país, con información cerrada del Banco Central de Bolivia, al 30 de abril de 2023, es de un 29,3 % del PIB”¹².

Gráfico 1.

Países en problemas de deuda comercial en dólares

Puntos básicos



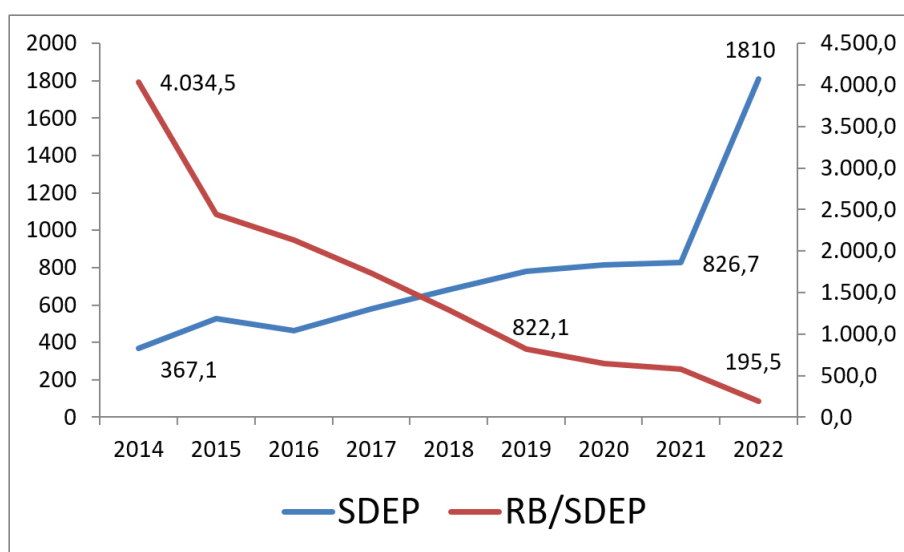
¹¹ Banco Central de Bolivia (2023). Informe de la deuda pública externa al 31 de diciembre de 2022. deudaexternapublica.bcb.gob.bo/publico/inicio

¹² *La Razón, Sábado 10 de junio de 2023, A7.

Sin embargo, dos indicadores relacionados con la deuda pública externa llaman la atención. Por una parte, el servicio de la deuda sufrió en 2022 un fuerte incremento, más del 100 %, de 826,7 millones en 2021 a 1.810 millones, siendo relevante que más de la mitad de ese servicio corresponde a los títulos de deuda, es decir a los bonos extranjeros. El aumento del servicio en 2022 se explica por el fuerte incremento de las amortizaciones de 503 millones a 1.417 millones de dólares. Por otra parte, un indicador poco utilizado es la relación de Reservas Brutas respecto al servicio de la deuda externa, que era de 40 veces en 2014 y declinó en 2019 a 8 veces y se desplomó a solo una relación de dos veces en 2022. Si bien se utiliza la relación del servicio de la deuda respecto a las exportaciones, como indicador de liquidez, en el caso boliviano y dada la fuerte caída del componente de las divisas en las reservas brutas, cobra mayor importancia y es el vínculo entre la coincidencia de un abrupto incremento del servicio de la deuda frente a una baja disponibilidad de reservas líquidas en moneda extranjera.

Gráfico 2.

Servicio de la deuda externa pública: 2014-2022
Nivel (millones de dólares) y relación con las Reservas Brutas



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central (2023). Informe de la deuda pública externa al 31 de diciembre de 2022.

Nota: SDEP: Servicio de la deuda externa pública. RB: Reservas Brutas.

5.

EL DÉFICIT DE LA BALANZA DE PAGOS EN CUENTA CORRIENTE

El Sin embargo, si se mide el desequilibrio externo por el déficit de la Balanza de Pagos en Cuenta Corriente, se observa que en 2020 el país estaba en equilibrio (0,0 % del PIB), en 2021 registró incluso (después de 6 años) un superávit de 2,1 % del PIB y hasta el tercer trimestre de 2022 todavía tenía un superávit de 0,9 % del PIB, pero terminó el 2022 con un déficit si bien de solo -0,3 % del PIB. Es decir, la economía boliviana no había presentado en los últimos años un deterioro de balanza de pagos propio de un desequilibrio externo (Gráfico 3). Esta información debería haber sido difundida y explicada oportunamente por las autoridades de Gobierno.

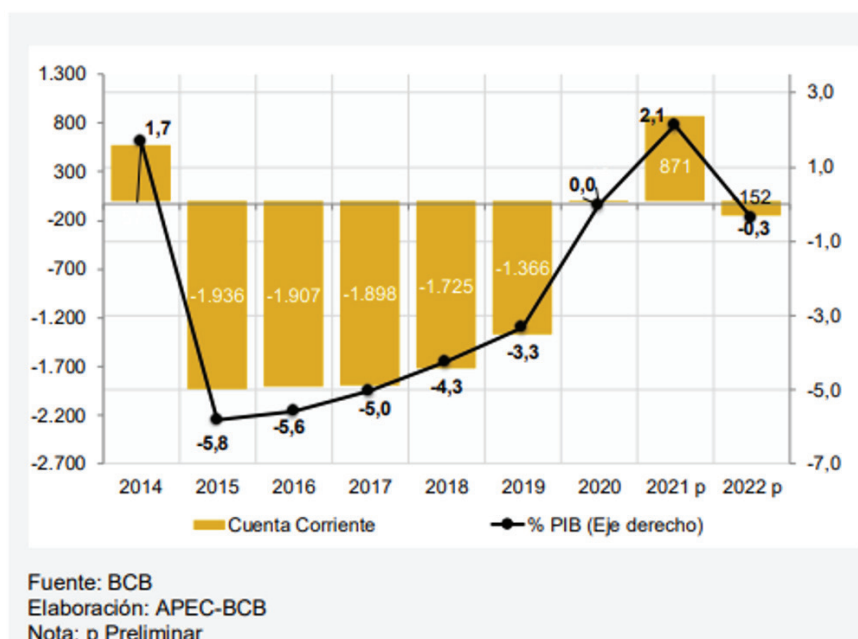
Un indicador que llama la atención en el caso de Bolivia y que se usa para explicar el contrabando es el comportamiento de la cuenta errores y omisiones, que en promedio entre 2015 a 2022 fue de -1.078,5 millones de dólares. El saldo negativo de la cuenta, con excepción del 2020, había superado el

promedio alcanzando los 1.400 millones de dólares en 2022. Sin embargo, estrictamente errores y omisiones refleja saldos en la cuenta corriente y la cuenta financiera no registrados, es decir entradas y salidas de divisas por bienes, servicios y capitales no contabilizados.

El uso de activos de reserva, es decir la disminución de las RIN, que “corresponde a la suma de la cuenta corriente y la cuenta capital”, de acuerdo con el BCB (2023) fue de 864 millones de dólares, equivalente a un 2 % del PIB. El avance de la balanza de pagos del BCB no muestra cifras de los niveles de adecuación de las RIN, sino el concepto más amplio de la Posición de Inversión Internacional (PII), que registra el saldo entre los activos internacionales y los pasivos internacionales del país, el cual en 2022 tuvo un saldo negativo que llegó a representar un 19,9 % del PIB, que significa un 1,3 % del PIB más alto que el registrado en 2021.

Gráfico 3.

Saldo de la Balanza de Pagos en Cuenta Corriente: 2014-2022
En porcentaje del PIB



Fuente: Extraído de BCB (2023). 2022 Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional.

Este saldo en los países en desarrollo generalmente es negativo, puesto que significa que para su crecimiento deben buscar fuentes de financiamiento externo vía inversión extranjera o préstamos, que son pasivos con el exterior generalmente mayor a sus activos. El problema es que después del auge en 2016, cuando el país registraba una posición positiva, sus activos mayores a sus pasivos, se ha revertido a una posición negativa creciente en forma consecutiva estos 6 años.

Con datos del FMI, en América del Sur después del COVID-19, Chile (6,7 %) y Colombia (5,7 %) registraron un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos por encima de la señal de alarma del 5 % del PIB y, por el contrario, Bolivia registró un superávit del 2,1 % del PIB en 2021. En 2022, mientras Chile (9,2 %) y Colombia (6,2 %) continuaron aumentando sus saldos negativos, Bolivia registró un déficit de solo 0,3 % del PIB, mientras que otros países como Brasil, Perú y Paraguay continuaron registrando un déficit en cuenta corriente, aunque con niveles inferiores al 5 % de alerta roja. En promedio, el déficit en cuenta corriente en América del Sur se incrementó de un 1,8 % del PIB en 2021 a un 4,1 % del PIB en 2022, es decir a niveles cercanos a la señal de alarma del 5 % del PIB (Cuadro 2).

Cuadro 2.

**Saldo de la Balanza de Pagos en Cuenta Corriente
(En porcentaje del PIB)**

	2021	2022	2023 (e)
Argentina	1,4	-0,7	1,0
Brasil	-1,7	-2,9	-2,7
Bolivia	2,1	-0,3	-2,5
Chile	-6,7	-9,0	-4,2
Colombia	-5,7	-6,2	-5,1
Perú	-2,5	-4,5	-2,1
Paraguay	0,8	-5,2	-2,5
Promedio	-1,8	-4,1	-2,6

Fuente: Elaborado con datos del FMI (2022) WEO y FMI (2023) WEO. Los datos de Bolivia de 2021 y 2022 son del Banco Central de Bolivia (2023). 2022 Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional.

Frente a los desequilibrios de balanza de pagos, Colombia, Perú y Chile recurrieron al FMI en 2022. Así, el 29 de abril de 2022 el FMI aprobó un nuevo acuerdo de dos años a favor de Colombia en el marco de la Línea de Crédito Flexible (LCF), diseñada para la prevención de crisis, por un monto de alrededor de USD 9.800 millones¹³. El 27 de mayo de 2022, el FMI aprobó un acuerdo sucesor de dos años para Perú en el marco de la Línea de Crédito Flexible (LCF), diseñada para la prevención de crisis, por un monto de alrededor de 5.400 millones de dólares. Por último, el 29 de agosto de 2022, el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó un acuerdo de Línea de Crédito Flexible (LCF) de dos años para Chile por un monto de DEG 13.954 millones (alrededor de USD 18.000 millones) para “aumentar los colchones precautorios y proporcionar un seguro sustancial contra escenarios adversos. Chile califica para la LCF porque tiene fundamentos muy sólidos y un historial sostenido de implementación de políticas muy sólidas”¹⁴.

La LCF permite a los países beneficiarios utilizar la línea de crédito en cualquier momento y está concebida para hacer frente de manera flexible a presiones de balanza de pagos reales y potenciales y para ayudar a apuntalar la confianza del mercado. Los giros en el marco de la LCF no se escalonan ni están sujetos a condicionalidad ex-post, como ocurre con los programas ordinarios respaldados por el FMI. Su acceso es con desembolso inicial y no está sujeto a condicionalidad ex-post. Llama la atención que tres países con políticas “correctas”, que tienen tipos de cambio flotantes para enfrentar shocks externos, hayan acudido a este apoyo en tiempos de la pluricrisis ante sus desequilibrios en balanza de pagos y que el país con “políticas incorrectas”, que no tenía desequilibrio externo, pero donde las reservas son el tapón de precaución dado el tipo de cambio fijo, no haya acudido a un mecanismo preventivo frente a los efectos de la crisis mundial.

¹³ El Directorio Ejecutivo del FMI aprueba un nuevo acuerdo de dos años a favor de Colombia por USD 9.800 millones en el marco de la Línea de Crédito Flexible ([imf.org](https://www.imf.org))

¹⁴ Chile: Staff Concluding Statement of the 2022 Article IV Mission ([imf.org](https://www.imf.org))

6.

LAS SEÑALES DE ALARMA

Aparentemente no había señales de alarma en el caso boliviano, puesto que había registrado un superávit comercial en 2021 de 1.500 millones de dólares, equivalente a un 3,7 % del PIB, y terminó el año 2022 con un superávit de 1,4 % del PIB. Sin embargo, las señales de alerta aparecieron a partir de agosto de 2022, cuando empezó a registrar déficit mensuales en su balanza comercial, que hasta marzo de 2023 llevan 9 meses de déficit consecutivos con un acumulado de 1.408 millones de dólares, equivalente a un 3,2 % del PIB (Gráfico 4). Es decir, se registró un cambio de tendencia en el saldo comercial producto del shock externo.

Adicionalmente, la subida de las tasas de interés internacional a partir de septiembre de 2021, que ha significado 4 puntos porcentuales de incremento en promedio, habría posiblemente detonado una probable salida de capitales atraída por mayores rendimientos frente a bajas tasas en moneda extranjera en el sistema financiero boliviano. De hecho, las transferencias financieras al exterior a través del Banco Central aumentaron significativamente en un 50 % desde 1.407,7 millones de dólares en 2021, a 2.145 millones de dólares en diciembre de 2022, según la última Información Estadística Semanal del BCB al 8 de febrero de 2023 (Gráfico 5).

Asimismo, el alza de las tasas de interés internacionales subió el costo del servicio de la deuda externa para los países de la región y aumentó el riesgo financiero en medio de las turbulencias financieras con la ampliación del spread de los

bonos de los países de la región frente a los bonos del Tesoro de E.E.U.U. En el caso de Bolivia los pagos por concepto de intereses de la deuda si bien subieron en 21 %, el aumento fundamental se dio en las amortizaciones de la deuda que subieron en 180 % debido, según BCB (2023), a la finalización de los periodos de gracia en los contratos de deuda pública externa.

El resultado neto negativo de la balanza cambiaria de 738 millones en 2021 subió a 939 millones de dólares en 2022 según el Boletín mensual de diciembre del BCB.

El déficit comercial, el aumento de las transferencias financieras al exterior y el fuerte incremento del servicio de la deuda pública enfrentaron un nivel declinante de las reservas internacionales en forma de divisas, dada una estructura de reservas vulnerable con predominio de activos menos líquidos, como las reservas de oro monetario y las tenencias oficiales de DEG (Cuadro 3).

El déficit comercial, el aumento de las transferencias financieras al exterior y el fuerte incremento del servicio de la deuda pública enfrentaron un nivel declinante de las reservas internacionales en forma de divisas, dada una estructura de reservas vulnerable con predominio de activos menos líquidos, como las reservas de oro monetario y las tenencias oficiales de DEG (Cuadro 3).

Gráfico 4.

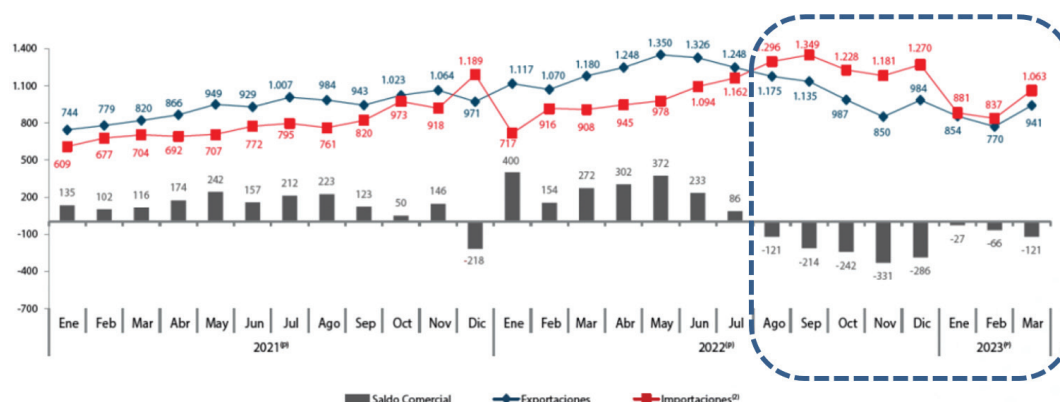
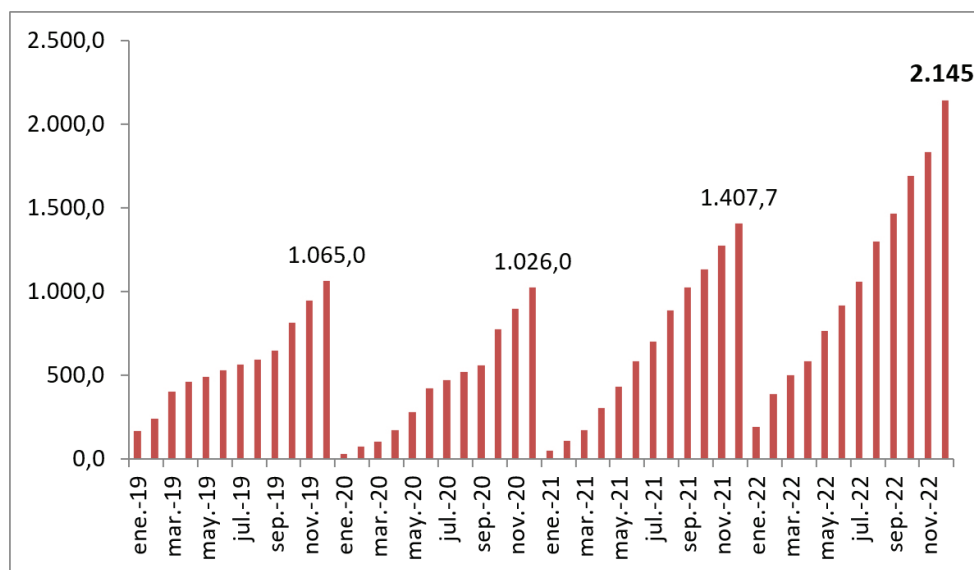
Saldo comercial de Bolivia en millones de dólares: enero 2021- marzo 2022Fuente: Extraído del Instituto Nacional de Estadísticas [Saldo Comercial - INE](#)

Gráfico 5.

Transferencias financieras al exterior En millones de dólares

Fuente: Elaboración propia con datos del BCB, Información estadística semanal.

Es así que, en enero del 2020, el 61,6 % de las RIN estaban conformadas por divisas y a enero de 2023 bajaron a un nivel crítico de 9,5 %. Los otros activos, como el oro, aumentaron su participación de 34,2 % a un 74,4 %, mientras que los DEG de un 3,6 % subieron a un 15,1 % a enero de 2023. Con el 74,4 % Bolivia ocupa el segundo lugar en el mundo después de Venezuela (83 %) con la mayor proporción de oro en sus reservas internacionales (Gráfico 6).

Recién el 16 de marzo de 2023 el BCB comunicó que “se dispusieron las Tenencias de DEG al ser parte de las reservas internacionales administradas por el BCB” (Artículo 16 de la Ley 1670, con “la finalidad de fortalecer la posición de liquidez” de las RIN¹⁵. Es decir, la posición de liquidez del país estaba muy débil.

Lo mismo podría haber hecho el BCB **disponiendo** las reservas de oro de 43,05 toneladas, pues le ampara el mismo artículo 16 de la Ley del BCB, y solo lo excluye en el caso de **pignorar**.

Cuadro 3.

Estructura de las RIN En porcentajes

	ene-20	PP%	ene-21	ene-22	ene-23	PP%
RIN	6374	100,0	4965	4483	3596	100,0
Divisas	3927	61,6	2144	1423	341	9,5
DEG	230	3,6	239	555	542	15,1
Oro	2181	34,2	2545	2470	2675	74,4
Posición con el FMI	36	0,6	37	36	35	1,0

Fuente: Con base en datos del BCB. Información estadística semanal. 8 de febrero de 2023.

Artículo 16°. El BCB administrará y manejará sus Reservas Internacionales, pudiendo invertirlas y depositarlas en custodia, así como disponer y pignorar las mismas. ...**En caso de la pignoración del oro ésta deberá contar con aprobación legislativa**¹⁶.

De esta manera, el BCB está facultado para “disponer”, por ejemplo, de un tercio de las reservas de oro, lo que le hubiera significado contar con más de 900 millones de dólares para fortalecer la posición de liquidez. Las reservas de oro actualmente están invertidas en bancos de primera línea en el exterior y ganan una tasa de interés de depósitos generalmente baja.

La reciente Ley 1503 en su artículo 1 establece que su objeto es autorizar al Banco Central de Bolivia la compra de oro del mercado interno para el fortalecimiento de las Reservas Internacionales y efectuar operaciones financieras con las Reservas Internacionales en oro en los mercados internacionales. En su artículo 9 establece que “El Banco Central de Bolivia realizará operaciones en los mercados internacionales con las reservas en oro, pudiendo comprar, invertir, depositar en custodia, emplear en instrumentos de cobertura, transformar y convertirlas en divisas, a fin de optimizar la liquidez y/o el rendimiento de las Reservas Internacionales”¹⁷. No menciona la palabra pignorar y le autoriza disponer las reserva de oro mediante operaciones internacionales.

16 Ley No1670. Ley del Banco Central de Bolivia del 31 de octubre de 1995.

17 <https://leyesdecretosbolivia.blogspot.com/2023/05/ley-n-1503-ley-de-compra-de-oro.html>.

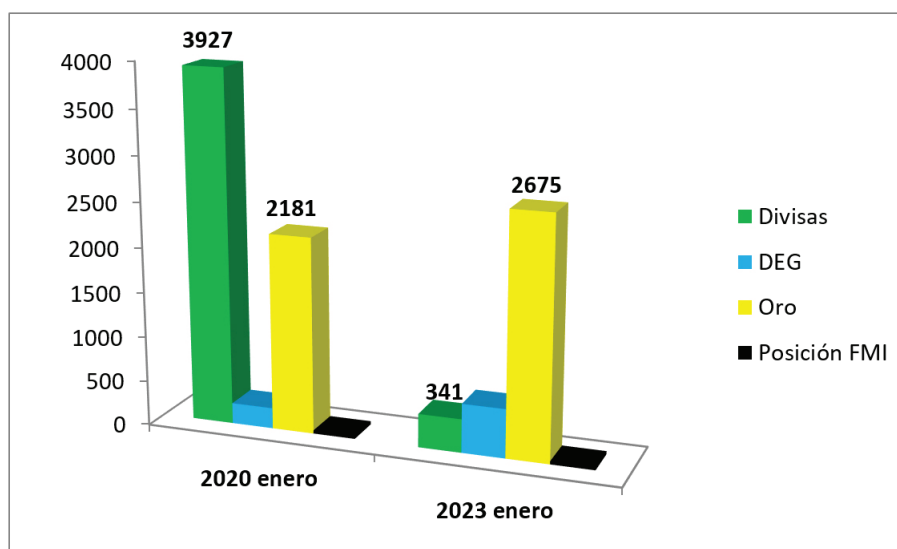
15 BCB. Comunicado de Prensa, 7 de abril de 2023.

Es así que el tipo de manejo de la política económica en Bolivia había podido enfrentar la crisis post COVID-19, pero empezó a tener problemas especialmente a mediados del 2022 con los efectos de la guerra entre Rusia y Ucrania y de la subida del precio de los alimentos y combustibles, que se reflejaron en el déficit comercial acumulado entre agosto 2022 - marzo 2023 de 3,2 % del PIB. A todo esto se sumaron los efectos de la fuerte alza de las tasas de interés internacionales que influyeron en el aumento del 50 % de las transferencias financieras al exterior a través del Banco Central y el fuerte incremento del servicio de la deuda externa pública del 120 %. Estos factores incidieron en un aumento del déficit de

la balanza cambiaria que enfrentó una posición débil de las RIN del Banco Central, en cuanto a liquidez en divisas (9,5 %), dada la composición de las reservas internacionales con fuerte presencia de las reservas de oro (74,4 %). Una posición líquida débil de las RIN, producto de una deficiente gestión de reservas, no pudo actuar como papel de amortiguador o tapón de precaución, dado el régimen de tipo de cambio fijo defacto, frente al desequilibrio externo transitorio y fue un flanco propicio para un posible ataque especulativo amplificado por la falta de información oportuna y comentarios de redes y medios de comunicación. Es así que se dieron los elementos de una crisis anunciada y para una crisis súbita.

Gráfico 6.

Nivel y estructura de las RIN En millones de dólares



Fuente: Elaboración propia con datos del BCB. Información estadística Semanal. 8 de febrero de 2023.

7.

DESEQUILIBRIO ESTRUCTURAL

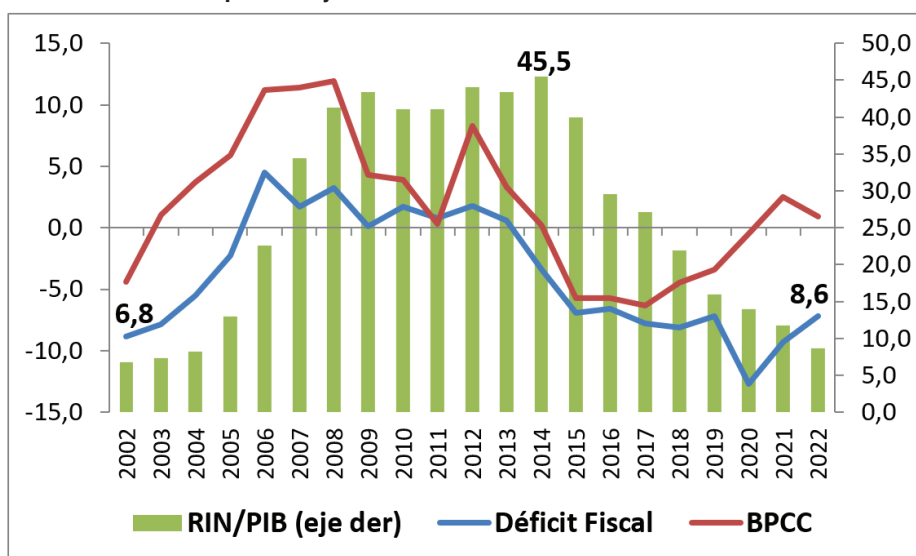
El problema de fondo es que Bolivia había generado un nivel de reservas internacionales récord equivalente al 45,5 % del PIB en 2014 y que a partir de la caída de los precios del petróleo empezó a declinar significativamente y en forma acelerada hasta llegar a un 8,6 % del PIB en 2022 (Gráfico 7). En un régimen de tipo de cambio fijo, el nivel adecuado de las reservas internacionales debería permitir reducir la probabilidad o severidad de una crisis externa. Respecto a este desplome de las RIN, en Loza (2017a) ya se había alertado y anunciado al concluir que:

“preocupa **el ritmo acelerado de la pérdida de reservas internacionales** del BCB... los niveles de adecuación de las reservas internacionales no serán sostenibles a mediano plazo y el país revertirá su actual posición internacional acreedora a una deudora debido a pasivos externos crecientes que podrán ser un gatillador de una crisis externa”¹⁸.

La fase de declinación de las RIN estaba relacionada con la fase descendente del boom de las materias primas. En especial de los precios y del volumen de exportación de los hidrocarburos, que afectaron fuertemente a los ingresos fiscales que se alimentaban en gran medida de la Renta de Hidrocarburos, la que a su vez le permitía subvencionar los combustibles y los alimentos. El problema es que ahora Bolivia es un importador neto de combustibles puesto que importa más de lo que exporta y tiene un déficit comercial de combustibles al 2022 de 1.276,6 millones de dólares, equivalente a 2,9 % del PIB. Por otra parte, la renta de hidrocarburos había contribuido al financiamiento interno de la inversión pública, la cual antes de 2006 se financiaba tres cuartas partes con recursos externos y que, en los últimos años, se revirtió hasta alcanzar el financiamiento interno a cubrir un 75 % de la inversión pública.

Gráfico 7.

Indicadores de vulnerabilidad En porcentaje del PIB



Fuente: Elaboración propia con datos del MEFP y BCB.

Nota: BPCC: Saldo de la Balanza de Pagos en Cuenta Corriente.

¹⁸ Loza, G. (2017a). Bolivia: crisis externa y política cambiaria. Plural.

Podemos concluir entonces que el déficit comercial de combustibles explica los 9 meses de déficit comercial mensuales consecutivos y, lo que antes era el pilar del sector externo y fiscal, se ha convertido en el talón de Aquiles de la política actual del Gobierno. Este fue el factor detonante, sin embargo, el problema ya venía acumulándose desde mucho antes.

Es así que el problema surge a partir de 2014, cuando el balance fiscal empezó a registrar déficits en forma consecutiva y creciente hasta alcanzar en 2020 un récord de 12,7 % del PIB para disminuir en el 2022 a un 7,2 % del PIB (Gráfico 7). La cuestión es que el Gobierno ha logrado prácticamente eliminar el déficit corriente, de un 6,1 % a un -0,3 % del PIB en 2022 y, por lo tanto, el déficit que registra actualmente es el de la cuenta capital, es decir debido a las inversiones públicas, equivalente al 7 % del PIB. La política económica vigente se centró en el motor de las inversiones públicas, pero actualmente ya no cuenta con los ingresos fiscales de antes y debe recurrir reiteradamente al déficit fiscal.

El déficit fiscal se cubre con financiamiento interno y externo. El límite del financiamiento interno va a estar dado por los efectos en la inflación y el límite del externo por la capacidad de pago y márgenes de endeudamiento. En el caso del endeudamiento externo privado, es el más sensible a problemas de pagos, como en el caso de los bonos o títulos de deuda, que es además es el más caro y en el 2022 representaron el 52,6 % del servicio de la deuda. Para el 2023, se tiene programado un servicio de deuda 1.313,3 millones de dólares de los cuales 303,1 millones corresponden a los bonos. La sostenibilidad del déficit fiscal va al mismo tiempo de la sostenibilidad de la deuda pública, tanto externa como interna.

En conclusión, si se analizan los fundamentos económicos se observa la alta relación entre pérdida de reservas internacionales, déficit en cuenta corriente y, especialmente entre variación de las RIN y el déficit del sector público¹⁹ (Gráfico 7). Estos son indicadores de vulnerabilidad externa y fiscal que miden el grado de exposición y capacidad de respuesta ante eventos como un shock externo y el cambio en las condiciones del entorno internacional. Esta vulnerabilidad se hizo presente como resultado de la pluricrisis global que implicó un shock externo adverso de gran magnitud y duración. En un régimen de tipo de cambio fijo, el ajuste recayó en la pérdida de las RIN.

Lo paradójico de esta historia es que en 2022 parece que estamos volviendo al punto de partida del cambio de la política económica en 2006, es decir a la situación de vulnerabilidad que la economía boliviana tenía en 2002, hace 20 años, con un alto déficit fiscal (8,8 %), un déficit en cuenta corriente (-4,4 %) y un nivel crítico de reservas internacionales (6,8 %) con respecto al PIB, agravada con el hecho de que la economía era dolarizada y las RIN representaban solo una cuarta parte de los depósitos en dólares en el sistema financiero.

¹⁹ El cálculo del coeficiente de correlación entre saldo fiscal y nivel de reservas internacionales para el periodo de 2002 - 2022 es de un $R^2=0,77$.

8.

OPCIONES DE POLÍTICA

Una vez reconocido el problema (50 % de la solución) es posible buscar opciones de política tanto de corto como de mediano plazo. Es importante reconocer que la economía boliviana presenta una alta vulnerabilidad externa asociada, por una parte, a **factores transitorios y exógenos**, como son los efectos negativos de la pluricrisis mundial que se expresaron en la presencia de déficit comerciales por 9 meses consecutivos (agosto 2022 - marzo 2023), en un aumento del 50 % de las transferencias financieras al exterior y el incremento del 120 % abrupto y pronunciado del servicio de la deuda externa pública, que acentuaron la caída del nivel de las RIN. Esta vulnerabilidad se vio agravada por el shock externo debido a una estructura rígida de las reservas internacionales con una débil posición de liquidez (divisas) como resultado de problemas de gestión de reservas y de deuda externa, ya que no pudo actuar de amortiguador dado el tipo de cambio fijo, sumada a las deficientes medidas de respuesta frente al shock externo, que crearon condiciones para un ataque especulativo, el cual amplificó una situación transitoria crítica de “iliquidez” de divisas que se prolonga hasta el presente.

Por otra parte, la alta vulnerabilidad externa es de carácter estructural puesto que está relacionada con los fundamentos económicos asociada a déficit fiscales por 9 años consecutivos entre 2014 - 2022 y su financiamiento con deuda interna y externa, y se espera continuar la tendencia, puesto que el Gobierno proyecta un déficit fiscal de 7,5 % del PIB y un nivel de inversiones alrededor del 9 % del PIB para 2023²⁰. Por tanto, se dan tanto los elementos de una crisis anunciada puesto que el nivel de las RIN venía cayendo desde 2014, como de una crisis súbita gatillada por los efectos de la crisis externa con problemas de gestión de reservas y de deuda externa.

Para enfrentar la situación transitoria de liquidez se requiere previamente fortalecer la posición de liquidez (divisas) de las RIN del Banco Central y luego elevar a corto plazo el nivel de reservas, por lo menos a montos previos a la pluricrisis, entorno a los 6 mil millones de dólares o 15 % del PIB, para lo cual se sugiere considerar las siguientes medidas de corto plazo:

- Disponer un tercio de las reservas de oro de 43,05 toneladas, que a la cotización actual da un valor por encima de 900 millones de dólares.
- Reponer el stock de reservas de oro mediante la compra del oro nacional y realizar el proceso de monetización en el exterior hasta un monto de 14,35 toneladas.
- Solicitar al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) recursos para apoyo por desequilibrio de balanza de pagos.
- Solicitar al FMI el acceso a la Línea de Crédito Flexible (LCF) de dos años, hasta un equivalente a 8 veces de la cuota actual de Bolivia de 241 millones de DEG.
- Agilizar los créditos externos pendientes de aprobación en la Asamblea Plurinacional.
- Una vez disminuido el riesgo país a niveles precrisis, se podría emitir un bono soberano respaldado por oro, lo que quiere decir que su valor varía en función del precio internacional del oro y está garantizado con las reservas de oro y las compras futuras del Banco Central.
- Se podrían dar concesiones temporales (uno o dos años) a las empresas que participaron de la licitación del litio, sujetas a una cuota de exportación para la extracción de litio con bajo procesamiento, tomando en cuenta que Chile, sin entrar a la industrialización que espera Bolivia desde el 2010, recibe las rentas de arrendamiento del litio que se incrementaron de USD 241,4 millones en 2021 a USD 3.723 millones en 2022, un nivel similar a las reservas del BCB.
- Bolivia, que registra un déficit comercial con China en 2022 de 1.758 millones de dólares, mediante un acuerdo recíproco de pagos o acuerdos de compensación podría pagar las importaciones con yuanes como lo está haciendo Argentina, que tiene una línea de swap suscrita en 2009 por 70 mil millones de yuanes y que se expandió a 130 mil millones de yuanes²¹ (equivalente a 18,4 mil millones de dólares). Bolivia había tenido “un acta firmada en 2018 que establece el operar el comercio internacional entre ambos países en yuanes”. También puede hacer un acuerdo de intercambio de monedas nacionales como se propuso a Bolivia en 2010.

¹⁸ MEFP (2023). Rendición Pública de Cuentas Inicial. 16 de febrero de 2023.

²¹ La Razón, 13 de mayo de 2023, informó el Ministro de Economía y Finanzas Públicas.

- Emisión de Bonos verdes. Desde 2008, año en que emitió un bono, el Banco Mundial, promueve la emisión de bonos verdes que, aunque solo sean para municipalidades y bancos de desarrollo, respaldan proyectos sociales financiados a través de los mercados de bonos estimados en 500 mil millones de dólares. El Ministerio de Hacienda de Chile emitió desde 2019 en dólares y euros por un total de USD 9.000 millones de bonos verdes.

Para enfrentar los ataques especulativos y la amplificación de los rumores vía redes sociales lo mejor es contar con una política de transparencia de la información económica en forma oportuna y tiempo real como tienen la mayoría de los bancos centrales de la región.

Para enfrentar el desequilibrio estructural, es necesario recordar la recomendación que ya se formuló en 2017, relativa a que “el modelo se ha centrado en el dinamismo del gasto público y, en especial, en la inversión pública, por lo que es recomendable políticas orientadas a incentivar la inversión privada nacional y la inversión extranjera, como el caso de las alianzas público-privadas, de modo que complementen y coadyuven el motor de la inversión pública que puede sobrecalentarse”²². Es así que se podrían considerar las siguientes medidas:

- Reexaminar la viabilidad del régimen de facto de tipo de cambio fijo como mecanismo de amortiguador de shocks externos en un contexto de nivel crítico de las RIN.
- Análisis de sostenibilidad de la deuda pública externa e interna y de la deuda privada externa.
- Reorientar los subsidios al diésel y a los combustibles fósiles.
- Presupuesto plurianual con un programa de reducción gradual del déficit fiscal acompañado de un programa plurianual acotado de inversión pública.
- Delimitar el área estatal de la economía.
- Ley de inversión extranjera de asociaciones público-privadas con el objetivo de complementar la inversión pública con inversión privada ya sea extranjera o nacional.
- Seguimiento estricto del cumplimiento de los plazos de los contratos de litio, para asegurar la provisión de divisas en el mediano plazo.
- Cambio de la Ley de Hidrocarburos para incentivar la exploración.
- Revisión de los impuestos a la exportación en función de las cotizaciones internacionales a los productos de la minería y metalurgia, especialmente el oro, con el objeto de aumentar los ingresos fiscales.

²² Loza, G. (2017b): Hacia una mirada diferente de la macroeconomía. Octubre 2017. Análisis No3/2017. FES Bolivia.



ACERCA DEL AUTOR

Gabriel Loza Tellería nacido en La Paz, Bolivia, el 6 de marzo de 1950.

Correo electrónico: engabolo@hotmail.com

WhatsApp: +591-70610978

Estudió Ingeniería Comercial en la U. de Chile (1969-1973), se tituló de **economista** en la Universidad Católica de Bolivia y obtuvo un **Master en Administración de Empresas**, mención Integración Económica en el Instituto de Estudios Superiores de Administración, IESA, Caracas con el Programa BID-INTAL.

Ha sido Presidente del Banco Central de Bolivia (2008-2010), Ministro de Planificación del Desarrollo (2007) y Director de la Unidad de Política Económicas y Sociales (UDAPE) entre 2004-2006.

Consultor de organismos internacionales: PNUD, OIT, FONPLATA.

Docente de postgrado del CIDES de la Universidad Mayor de San Andrés (UMSA) y Universidad Andina y pregrado en la Universidad Católica Boliviana.

Es autor de los libros: Neoliberalismo vs Neopopulismo: un falso dilema (2021). Bolivia. El Modelo de Economía Plural (2013), Breve Reseña de la Historia Monetaria de Bolivia (2014), El Shock Externo (2016), Bolivia. Crisis Externa y Política Cambiaria (2017) y El Nuevo Proteccionismo: Trump, El Brexit y Bolivia (2019).

Tiene papers publicados en las revistas de la CEPAL, CEMLA y el Banco de Pagos Internacional (BIS) y es columnista del periódico de La Razón (La Paz, Bolivia).

EDITOR

Friedrich-Ebert-Stiftung en Bolivia
Av. Hernando Siles, esquina calle 14 - Obrajes # 5998

info.bolivia@fes.de

<https://bolivia.fes.de/>

Facebook: @BoliviaFES

Twitter: @BoliviaFes

Coordinador de Proyectos:

Daniel Agramont Lechín

daniel.agramont@fes.de

Diagramación

Oscar Alejandro De la Reza Arza

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 (FES)

ISBN: 978-9917-629-01-6
DL: 4-2-3414-2023

RESUMEN EJECUTIVO



La situación de “iliquidez” por la que atraviesa el mercado cambiario en Bolivia preocupa tanto al Gobierno, como a la población, a los agentes económicos, a los analistas, a las calificadoras de riesgo, a los tenedores en el exterior de bonos bolivianos y, especialmente, a los medios de comunicación nacional e internacional.

El objeto de este policy paper es contribuir con insumos para el análisis de la actual situación de desequilibrio externo que atraviesa la economía boliviana, para lo cual Es importante reconocer que la economía boliviana presenta una alta vulnerabilidad externa asociada, por una parte, a factores transitorios y exógenos, como son los efectos negativos de la pluricrisis mundial que se expresaron en la presencia de déficit comerciales por 9 meses consecutivos (agosto



2022 - marzo 2023), en un aumento del 50 % de las transferencias financieras al exterior y el incremento del 120 % abrupto y pronunciado del servicio de la deuda externa pública, que acentuaron la caída del nivel de las RIN. Esta vulnerabilidad se vio agravada por el shock externo debido a una estructura rígida de las reservas internacionales con una débil posición de liquidez (divisas) como resultado de problemas de gestión de reservas y de deuda externa, ya que no pudo actuar de amortiguador dado el tipo de cambio fijo, sumada a las deficientes medidas de respuesta frente al shock externo, que crearon condiciones para un ataque especulativo, el cual amplificó una situación transitoria crítica de “iliquidez” de divisas que se prolonga hasta el presente.



Concluye el documento de que el desequilibrio actual que atraviesa la economía boliviana contiene tanto elementos transitorios como estructurales y termina con recomendaciones de opciones de política económica tanto de corto como de mediano plazo.