

# Foro Económico de la Fundación Vicente Pazos Kanki

(Tercera sesión, realizada el 22 de junio de 2021)

## Ciclos externos, reservas internacionales y deuda externa en Bolivia

Luis Carlos Jemio, PhD

Foro  
Económico

FUNDACIÓN

VICENTE  
PAZOS  
KANKI

KANKI  
PAZOS  
VICENTE

**Foro Económico de la Fundación  
Vicente Pazos Kanki**

**(Tercera sesión, realizada el 22 de junio de 2021)**

**Ciclos externos, reservas  
internacionales  
y deuda externa en Bolivia**

**Luis Carlos Jemio, PhD**

**Ciclos externos, reservas internacionales y deuda externa en Bolivia**

**Edición:** Fundación Pazos Kanki

**Diseño y Diagramación:** Omar Gabriel Hidalgo R.

**La Paz, Bolivia 2021**

## **Contenido**

---

<b>Presentación del Foro Económico de la FVPK</b>	<b>5</b>
<b>Ciclos externos, reservas internacionales y deuda externa en Bolivia</b>	<b>7</b>
<b>Luis Carlos Jemio, PhD</b>	<b>7</b>
<b>Desempeño reciente de la economía</b>	<b>7</b>
<b>Balance externo</b>	<b>10</b>
<b>Balance ahorro-inversión</b>	<b>14</b>
<b>Balance monetario</b>	<b>17</b>
<b>Sector financiero</b>	<b>20</b>
<b>Conclusiones</b>	<b>25</b>
<b>Debate de los miembros del Foro Económico</b>	<b>28</b>



## **Presentación del Foro Económico de la FVPK**

A comienzos de 2021, la Fundación Vicente Pazos Kanki creó el Foro Económico de la FVPK con la participación de un grupo pequeño y selecto de economistas paceños o que trabajan principalmente en La Paz. Estos son, en orden alfabético, los expertos:

- Lykke Andersen
- José Luis Carvajal
- Samuel Doria Medina
- Luis Carlos Jemio
- Juan Antonio Morales
- Beatriz Muriel
- Armando Ortuño

Este grupo se reúne periódicamente para intercambiar información científica sobre la economía del país y debatir sobre ella. A diferencia de otros espacios de la FVPK, que están sobre todo o en parte orientados a la difusión de las ideas y al encuentro entre intelectuales y público, el Foro Económico pretende animar la producción de estudios y la realización de debates especializados que generen conceptos y propuestas novedosas sobre los problemas económicos del país en la coyuntura. Por tanto, está liberado de las necesida-

des de vulgarización que suelen tener los ejercicios divulgativos.

Los documentos y una relación de las sesiones del Foro Económico se publican para conocimiento de los interesados en la discusión económica nacional. Las posiciones expresadas en estas publicaciones no necesariamente corresponden con las de la FVPK, así como las posiciones de la FVPK, reflejadas en otros espacios y actividades, no comprometen a los miembros del Foro, que conforman un grupo pluralista en cuanto a sus ideas políticas y las escuelas económicas que representan.

Fundación Vicente Pazos Kanki

# **Ciclos externos, reservas internacionales y deuda externa en Bolivia**

**Luis Carlos Jemio, PhD <sup>1</sup>**

*“Hay que evitar que el genio salga de la botella”  
(Vittorio Corbo)*

## **Desempeño reciente de la economía**

La economía boliviana ha atravesado en los últimos 10 años por ciclos económicos que resultaron de las condiciones externas cambiantes. Durante este periodo, la economía ha pasado de una situación de superávits externo y fiscal (periodo 2010-2014), a situaciones de déficits gemelos, en el periodo en el que las condiciones externas desmejoraron (2015-2021).

Estos ciclos de superávits-déficits han estado asociados a cambios significativos en la acumulación-des-acumulación de activos (reservas) y pasivos externos (deuda). En el periodo de post-bonanza, la economía no se ha ajustado a las nuevas

---

<sup>1</sup> INESAD.

condiciones externas (especialmente el sector público), por lo que los continuos déficits han tendido a drenar las reservas internacionales acumuladas durante el periodo de bonanza.

Existe una preocupación creciente sobre la sostenibilidad de la economía, y de la estabilidad macroeconómica, en vista de que las reservas internacionales han caído a niveles críticos. De continuar esta tendencia, es inexorable que las reservas del Banco Central se agoten, lo que llevaría a una situación en las que sería necesario devaluar la moneda, o al surgimiento de un mercado de divisas paralelo.

En este documento se utiliza el modelo de Mundell-Fleming para analizar los ciclos de bonanza y post-bonanza por los que atravesó la economía boliviana, lo que entrega luces sobre la forma en la que la economía transitó de la situación de bonanza a la de post-bonanza, y sobre cómo las principales variables macroeconómicas se comportaron durante este proceso.

Las conclusiones apuntan a que el sector público ha contribuido marginalmente a la acumulación de reservas durante el periodo de bonanza, y esta se ha dado fundamentalmente por los superávits generados por el sector privado.

Contrariamente, en el periodo de post-bonanza, la caída en las reservas internacionales es completamente atribuible a los déficits del sector público.

Otra conclusión importante derivada del análisis realizado en este documento es que la ocurrencia de una crisis cambiaria resultante del agotamiento de las reservas internacionales del sistema financiero ha sido detenida por la elevada demanda, que aún persiste entre el público, por activos emitidos por el sistema financiero, es decir M1, M2 y M3. Los años de bonanza, estabilidad cambiaria y baja inflación han generado una percepción favorable en el público sobre la fortaleza de la moneda nacional y sobre el sistema financiero en su conjunto. Sin embargo, los riesgos cambiarios son evidentes, y una alteración de esta percepción podría precipitar una crisis gemela (cambiaria y bancaria) de magnitud.

Para evitar que esto suceda se debe realizar un ajuste fiscal significativo, a fin de reducir el déficit externo, que es una de las variables que más incide en la pérdida de reservas. El conseguir más financiamiento externo puede ayudar a que el ajuste fiscal sea más paulatino.

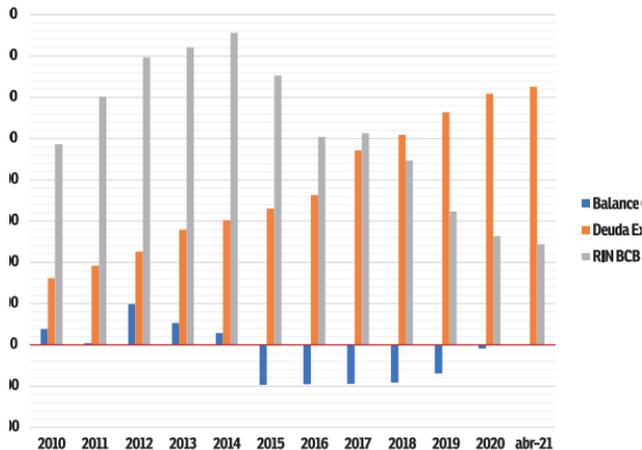
## Balance externo

En los últimos diez años, la economía boliviana ha pasado de un periodo de bonanza externa (2010-2014) a un periodo de desaceleración y menor disponibilidad de recursos externos (2015-2020). Los ciclos económicos han tenido un impacto significativo sobre el balance externo de la economía, medido éste por el balance en cuenta corriente de la balanza de pagos (CC). La balanza en CC pasó de un periodo de continuos superávits, durante el periodo de bonanza externa, a un periodo de déficits una vez que el súper-ciclo de las materias primas había llegado a su fin. Este comportamiento cíclico del balance externo tuvo un efecto directo sobre la acumulación y des-acumulación de reservas internacionales y deuda externa por parte de Bolivia.

Como puede observarse en el Gráfico 1, durante el periodo de bonanza externa, la cuenta corriente mostró superávits que en promedio alcanzaron a 887 millones de dólares para el periodo 2010-2014. Durante este periodo, las reservas internacionales del Banco Central aumentaron de 9.730 millones de dólares en 2010 a 15.123 millones en 2014, lo que equivale a un incremento promedio anual de 1.348 millones de dólares.

A su vez, la deuda externa, que se había reducido sustancialmente en los años 2006 y 2007 gracias a los programas de reducción de deuda con organismos multilaterales de los cuales se benefició el país y que fueron negociados en su totalidad antes de 2006, también aumentó durante este periodo, a pesar de la situación de bonanza en la que se encontraba la economía. En el periodo 2010-2014, el stock de deuda externa subió de 3.235 millones de dólares en 2010 a 6.036 millones en 2014. Lo que equivale a un incremento promedio anual de 700 millones de dólares.

**GRÁFICO 1. RESERVAS INTERNACIONALES, DEUDA EXTERNA Y BALANCE EXTERNO EN BOLIVIA (MILLONES US\$)**



Fuente: Elaborado en base a información del BCB.

En el periodo de la post-bonanza (2015-2019), el superávit externo pasó a presentar déficits considerables. Durante este periodo el déficit en CC alcanzó en promedio los 1.700 millones de dólares. Como era de esperar, el déficit externo se ha traducido en una caída de reservas internacionales y en un mayor endeudamiento externo. Las reservas cayeron de 15.123 millones de dólares en 2014 a 5.276 millones de dólares en 2020, y continuaron cayendo en lo que va de 2021. Por otro lado, la deuda externa pública aumentó de 6.036 millones de dólares en 2014 a 12.171 millones en 2020.

El Gráfico 2 nos cuenta básicamente la misma historia que el Gráfico 1, pero esta vez con información de la balanza de pagos, donde las variables están expresadas en términos de flujos anuales.<sup>2</sup>

Puede observarse con mayor claridad que durante la bonanza, los superávits en CC se tradujeron en una acumulación casi equivalente de reservas internacionales, mientras que en periodo post-bonanza, los elevados déficits externos causaron una caída casi equivalente de reservas en

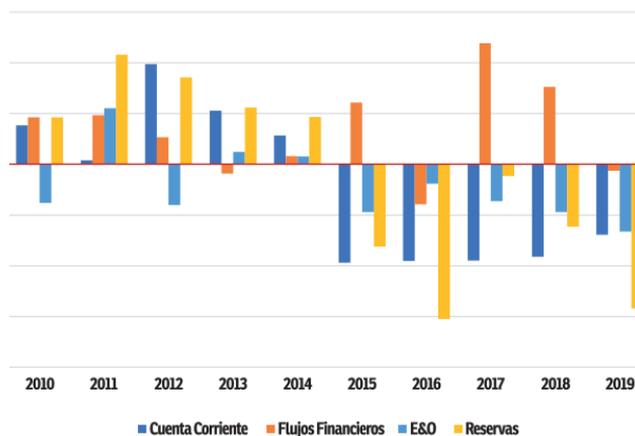
---

2 El balance en cuenta corriente de la balanza de pagos (CC), que es igual al balance de bienes y servicios ( $X - M$ ), más otros ingresos primarios y secundarios ( $-R$ ), es financiado mediante los flujos financieros externos ( $F$ ), que incluye la Inversión Extranjera Directa y de Portafolio y el endeudamiento público y privado, además de la ganancia o pérdida de reservas internacionales ( $\Delta RIN$ )

$$-S_E = CC = (X - M - R) = -F + \Delta RIN$$

2015 y 2016, y un aumento de la deuda externa. A pesar del elevado déficit externo las reservas no cayeron en 2017, ya que ese año el déficit fue financiado fundamentalmente con mayor endeudamiento externo. Otra excepción la constituye 2020, cuando se observó un déficit externo pequeño y una caída significativa de las reservas internacionales. Ese año, la partida de errores y omisiones, que miden de alguna forma las salidas no registradas de capitales de la economía, muestran un flujo negativo de 1.025 millones de dólares, lo que explica la caída de reservas observada ese año. Estos flujos de salida de capitales no registrados se han vuelto más prominentes en los últimos años y podrían jugar un rol desestabilizador importante en el futuro.

Es absolutamente claro que esta situación de elevado déficit externo no es sostenible en el mediano y largo plazo, ya que eso implicaría una continua pérdida de reservas internacionales y/o un aumento de la deuda externa

**GRÁFICO 2. RESERVAS INTERNACIONALES, DEUDA EXTERNA Y BALANCE EXTERNO EN BOLIVIA (FLUJOS EN MILLONES US\$)**

Fuente: Elaborado en base a información del BCB.

## Balance ahorro-inversión

Dado que los superávits y déficits externos (en CC) se encuentran entre las variables más importantes causantes de la acumulación y des-acumulación de reservas internacionales y de deuda externa, es importante e interesante analizar cuál es su origen en base a los equilibrios internos de los sectores público y privado. Para este efecto, vamos a utilizar el balance ahorro-inversión de la economía, es decir:

$$S_I + S_E = I \quad (1)$$

Donde:  $S_I$  es el ahorro interno,  $S_E$  es el ahorro externo e  $I$  es la inversión.

Desagregando, por una parte,  $S_I$  entre ahorro público ( $S_G$ ) y ahorro privado ( $S_P$ ), y, por otra,  $I$  entre inversión pública ( $I_G$ ) e inversión privada ( $I_P$ ), y reordenando la ecuación, se obtiene el balance ahorro-inversión de la economía como:

$$(S_G - I_G) + (S_P - I_P) = -S_E \quad (2)$$

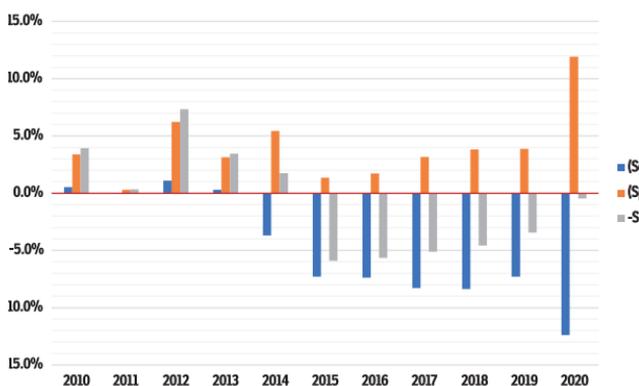
Es decir:

$$\text{Balance Gobierno} + \text{Balance Privado} = -\text{Balance Externo}$$

El Gráfico 3 presenta la ecuación (2) para los periodos de bonanza y post-bonanza. Como puede observarse, en el periodo de bonanza externa, el sector público y el sector privado presentaron superávits que se tradujeron en superávits en la cuenta corriente de la balanza de pago (ahorro externo negativo). Sin embargo, los superávits del sector privado fueron significativamente mayores a los del gobierno, por los que estos explican en mayor medida la acumulación de las reservas internacionales observadas durante este periodo. Contrariamente, durante el periodo de post-bonanza, el sector público empezó a mostrar elevados déficits, lo que, junto a la caída de los superávits del sector privado, se

tradujeron en déficits externos significativos (ahorro externo positivo). En 2020, como consecuencia de los efectos que la pandemia de la covid-19 tuvo sobre la economía, el déficit externo se redujo a solo 17,4 millones de dólares (0,5% del PIB). Ese año, el SPNF registró un déficit de 12,4% del PIB, el cual fue financiado en su totalidad por ahorro interno privado. El sector privado hizo un ajuste significativo en sus niveles de consumo, ante la incertidumbre generada por la pandemia.

**GRÁFICO 3. EQUILIBRIOS INTERNO Y EXTERNO EN BOLIVIA (PORCENTAJE DEL PIB)**



Fuente: Elaborado en base a información del MEFP, BCB e INE.

## Balance monetario

Otra forma alternativa de analizar el ciclo de acumulación y des-acumulación de reservas internacionales observado en Bolivia en los últimos 10 años es analizando las cuentas monetarias del Banco Central.<sup>3</sup> Con este propósito, partimos de la igualdad entre la oferta y demanda de la base monetaria:

$$BM^S = BM^D$$

La oferta u origen de la Base Monetaria (BM), incluye a las reservas internacionales (RIN), crédito inter-no neto (L), menos la colocación de títulos públicos mediante operaciones de mercado abierto (OMA).

$$RIN + L - OMA = BM$$

Para analizar el origen de las reservas internacionales, esta identidad puede ser reordenada como:

$$RIN = BM - L + OMA$$

$$BM^S = BM^D$$

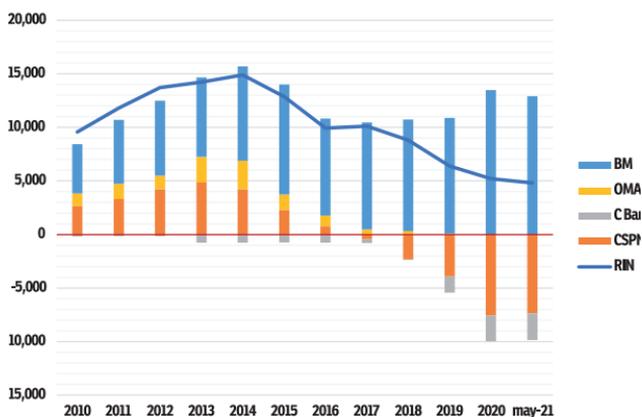
Siguiendo el proceso descrito en la nota de pie de página se obtiene la siguiente identidad:

$$RIN = BM - L + OMA$$

<sup>3</sup> El balance monetario está dado por el balance del Banco Central, donde la oferta de base monetaria ( $BM^S$ ) es igual a la demanda de base monetaria ( $BM^D$ ).

Es decir, la acumulación (des-acumulación) de reservas internacionales (RIN) se explica por la mayor (menor) demanda de base monetaria (BM), el menor (mayor) crédito interno neto del BC (L), tanto al sector público (CNSP) como al sector privado (C Bancos), y la mayor (menor) colocación de títulos públicos mediante OMA.

**GRÁFICO 4. BALANCE MONETARIO DEL BANCO CENTRAL  
(STOCKS EN MILLONES US\$)**



Fuente: Elaborado en base a información del BCB.

Puede observarse que, durante el periodo de bonanza, la acumulación de reservas internacionales se dio por tres factores: i) el aumento en la demanda de base monetaria, principalmente porque el público empezó a demandar una mayor

cantidad de circulante (billetes y monedas); ii) la mayor colocación de títulos públicos que realizó el Banco central durante este periodo, con el fin de esterilizar el exceso de circulante que se estaba creando, y así reducir el riesgo de una mayor inflación, y iii) el aumento de los depósitos del SPNF en el Banco Central, especialmente de los gobierno sub-nacionales, los que habían comenzado a generar excedentes por las transferencias de recursos a través del IDH.

Contrariamente, durante el periodo de post-bonanza, se dio el proceso inverso. El SPNF empezó a reducir sus depósitos en el BCB para compensar las caídas de ingresos experimentadas durante este periodo. A partir de 2017, el crédito neto del BCB al SPNF se vuelve positivo y aumenta significativamente en los años siguientes, en la medida que el Banco central comienza a financiar los crecientes déficits del gobierno central y de las empresas públicas. Por otra parte, las OMA prácticamente desaparecieron del balance del Banco Central, debido a que éste no necesitaba contraer la liquidez de la economía, sino, por el contrario, evitar que esta disminuya como resultado de la caída en el nivel de reservas internacionales. Por otra parte, el crédito neto del BCB al sistema financiero comenzó a aumentar, debido a la necesidad de dotar a las entidades financieras de

mayor liquidez para hacer frente a los efectos recesivos de la pandemia sobre la economía.

Es sorprendente que la demanda de base monetaria se haya mantenido elevada durante el periodo de post-pandemia, lo que ha evitado en forma significativa una caída mayor de las reservas internacionales. El periodo prolongado de estabilidad financiera y cambiaria por la que atravesó la economía en los años de bonanza ha generado una muy grande confianza del público en la moneda nacional. Sin embargo, un cambio en esta percepción podría precipitar una corrida en contra del boliviano y agotar las reservas en forma casi instantánea.

## **Sector financiero**

La misma situación se observa si consideramos al sistema financiero en su conjunto. Los agregados monetarios han ido aumentando a través del tiempo, impulsados por la bonanza internacional y la mayor disponibilidad de ingresos de la economía. M2,<sup>4</sup> que corresponde a la definición más asociada a motivos de transacción, y es por lo tanto más líquida, aumentó de 4.860 millones de dólares a 15.802 millones en 2014, mientras que M3, que incluye además los depósitos a plazo fijo, aumentó

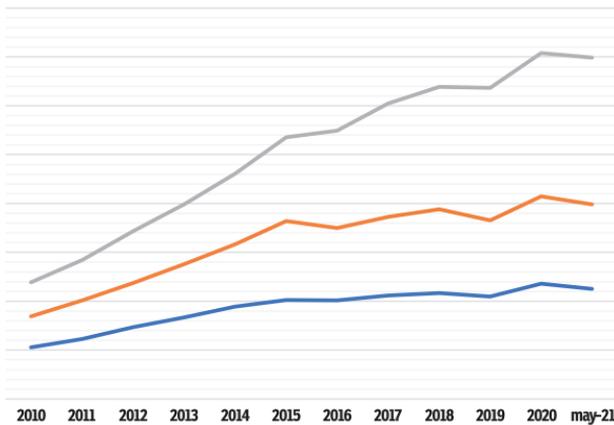
---

4 M2 incluye la base monetaria, los depósitos a la vista y las cajas de ahorro.

de 11.938 millones de dólares a 23.028 millones durante el mismo periodo. Durante el periodo de post-bonanza, M2 y M3 continuaron aumentando, llegando en 2021 a 19.901 millones y a 34.934 millones de dólares, respectivamente.

Es decir, incluso durante el periodo de post-bonanza, los agregados monetarios continuaron creciendo.

#### GRÁFICO 5. AGREGADOS MONETARIOS (STOCKS EN MILLONES US\$)

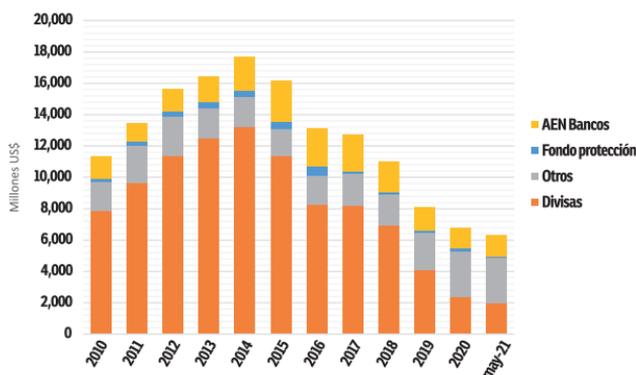


Fuente: Elaborado en base a información del BCB.

Los activos externos del sistema financiero, de los cuales las RIN del Banco Central son el componente más importante, siguieron el comportamiento

cíclico descrito anteriormente. Es decir, aumentaron durante la bonanza y cayeron durante el periodo de post-bonanza.

**GRÁFICO 6. ACTIVOS EXTERNOS DEL SISTEMA FINANCIERO (STOCKS EN MILLONES US\$)**



Fuente: Elaborado en base a información del BCB.

AEN Bancos: son los activos externos del resto del sistema financiero.

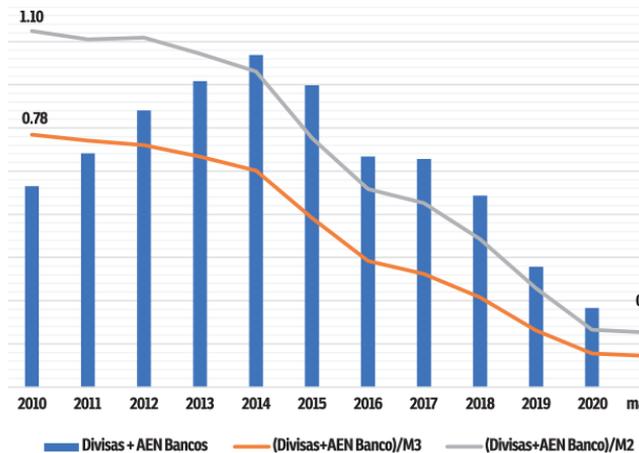
Divisas y otros: constituyen las RIN del BCB. El rubro "otros" incluye el oro, DEGS y posición neta ante FMI.

Fondo protección: corresponde al seguro de depósitos.

Como puede evidenciarse, el comportamiento de los agregados monetarios y de los activos externos del sistema financiero descrito anteriormente pone en evidencia, claramente, que la cobertura de los activos externos sobre los pasivos del sistema financiero se ha reducido considerablemente.

El Gráfico 7 muestra que el coeficiente entre los activos externos mantenidos como divisas, por el Banco Central y por las otras entidades financieras, en relación a M2, cayó de 1,10 en 2010 a 0,17 en 2021. En el caso de la cobertura de divisas a M3, esta relación cayó de 0,78 en 2010 a 0,10 en 2021.

**GRÁFICO 7. COBERTURA DE LAS RESERVAS DEL SISTEMA FINANCIERO (STOCKS EN MILLONES US\$ Y RATIOS)**



Fuente: Elaborado en base a información del BCB.

Es decir, en el caso de producirse una demanda de dólares por parte de los agentes, solo existen divisas para hacer frente a un 17% de M2 y a 10% de M3. M3, sin embargo, incluye los depósitos a

plazo fijo (DPF), los cuales no son inmediatamente exigibles. Además, una buena parte de los DPF está en manos de inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones, por lo que tampoco se espera que estos se vuelquen a demandar dólares, lo que a su vez podría significar una pérdida considerable de su patrimonio.

Nuevamente, el hecho que ante la tan baja cobertura de las reservas en relación a los principales agregados monetarios no haya inducido un cambio significativo de la preferencia del público hacia el dólar, muestra la importante confianza que la mayor parte de este todavía mantiene respecto a la moneda nacional y el sistema financiero en su conjunto. Sin embargo, un cambio en las expectativas y en la confianza del público podría generar una crisis cambiaria y bancaria de proporciones.

## Conclusiones

Las cambiantes condiciones externas a las que ha estado expuesta la economía boliviana en los últimos 10 años han generado un ciclo de superávits y déficits externos, periodos en los cuales la economía pudo acumular y otros en los que des-acumuló reservas internacionales y deuda externa.

Los superávits externos observados durante la bonanza se debieron en forma fundamental a los superávits del sector privado, ya que los superávits del sector público fueron de menor magnitud. Es decir, la acumulación de las reservas internacionales observada durante el periodo de la bonanza se debió principalmente al esfuerzo del sector privado y en menor medida al del SPNF.

De la misma forma, los déficits externos registrados en los periodos de post-bonanza son mayormente atribuibles a los déficits del sector público, por lo que estos déficits son también los causantes de la pérdida de reservas internacionales y del aumento en la deuda externa observados.

En el periodo post-bonanza, la economía ha presentado déficits externos significativos. Dado que esos déficits son principalmente el resultado de los déficits del sector público, es necesario realizar

un ajuste fiscal, que traiga el balance del SPNF en línea con la nueva realidad de menores ingresos fiscales y externos que vive la economía boliviana. Es absolutamente claro que la situación de déficit fiscal y externo que se registra en el país en la actualidad no es sostenible en el mediano y largo plazo, ya que su prolongación implicaría una continua pérdida de reservas internacionales y/o un continuo aumento de la deuda externa, situación que complicará sustancialmente el comportamiento futuro de la economía.

Finalmente, la caída de las reservas (debido a los déficits persistentes observados en el periodo de post-bonanza) se ha traducido en una muy baja cobertura de las reservas en relación a los principales agregados monetarios. Esta situación, sin embargo, no ha inducido un cambio significativo hacia el dólar por parte del público, lo que muestra la importante confianza que la mayor parte de este todavía mantiene hacia la moneda nacional y el sistema financiero en su conjunto. Sin embargo, un cambio en las expectativas y en la confianza del público podría generar una corrida en contra de la moneda nacional y, por lo tanto, una crisis gemela (cambiaría y bancaria) de proporciones.

Para evitar que esto suceda se debe realizar un ajuste fiscal significativo y reducir el déficit exter-

no, que es una de las variables que más incide en la pérdida de reservas. El conseguir más financiamiento externo puede ayudar a que el ajuste fiscal sea más paulatino. Hay que evitar que el genio salga de la botella.

## **Debate de los miembros del Foro Económico**

**Juan Antonio Morales**

Quisiera hacer notar algunas evoluciones recientes. En primer lugar, el Banco Central ha dejado de perder reservas desde fines de abril; gana poquito, pero está ganando, y esto aun en divisas, no solamente por la revaluación del oro.

Entre el 8 junio, que se conocieron los últimos datos, y fines de abril, el Banco Central ha ganado 76 millones de dólares en divisas. Y si se tomase en cuenta también los derechos, entonces tendría 78 millones. Esto se debe en gran parte a un contexto internacional que estuvo evolucionando muy favorablemente para el país. Los precios de las importaciones bolivianas aumentaron a niveles muy sustanciales; aunque en los últimos días eso se había frenado un poco, los datos de hoy sobre el precio del estaño, el zinc y el petróleo volvieron a aumentar. Entonces, la cuenta corriente puede producir un alivio a la situación de falta de reservas.

En sentido contrario, hay que señalar que tenemos un compromiso grande de deuda externa con el sector privado externo, que se vence en 2022. Esto significa que el próximo año tendríamos que pagar

500 millones de dólares; con la situación de reservas en la que estamos, esto sería un golpe muy fuerte. Obviamente, se puede pensar en la renegociación de la deuda, pero esto siempre es complicado. Habría que ver. El acceso a los mercados de capital, algo que podría ayudar a aliviar la presión sobre las reservas y la economía, parece cada vez más alejado. Si bien es cierto que el gobierno ha contratado dos bancos de inversión –J.P Morgan y Goldman Sachs–, las cosas no están avanzando.

### **Samuel Doria Medina**

Viendo los números que Luis Carlos nos ha presentado, se confirma nuevamente, por este otro ángulo, que la bonanza que hemos tenido no se aprovechó. Por eso ahora tenemos problemas con el gas y la caída de las reservas internacionales; por otra parte, tampoco hemos hecho cosas más previsoras, más inteligentes, como en cambio hicieron varios países vecinos que, cuando tenían muchas reservas crearon un fondo de estabilización. Hoy otra sería la historia si Bolivia hubiera hecho un fondo para estabilizar su flujo de divisas. No se hizo y, bueno, ahora tenemos un serio problema.

Tengo entendido que entre este año y el próximo tendremos que pagar, por servicio de deuda, alrede-

dor de 900 millones de dólares. Me imagino que esta “primavera” que estamos teniendo ahora en las reservas internacionales se debe a que no se han hecho pagos importantes, porque en la cuenta corriente más o menos estamos logrando cierto equilibrio. Pero cuando se tenga que pagar estos 900 millones de dólares (que me imagino van a caer algunos pagos a mitad del año y a fin del año), entonces notaremos una caída más significativa de las reservas internacionales. No le veo salida si es que no se consigue préstamos, algo que resulta cada vez más difícil, porque el mercado internacional va a exigir tasas bastante elevadas. Además, va a exigir que Bolivia dé señales, seguramente con aval del Fondo Monetario. Entonces, veo difícil la posibilidad de resolver este problema con préstamos o con el propio Fondo Monetario, por las razones ideológicas que se conocen.

La mejor opción que tiene el país para enfrentar la falta de reservas es hacer que el bolsín funcione de nuevo. Creo que si bien tiene un costo político —es parte del neoliberalismo para los actuales gobernantes—, si se pusiera a funcionar el bolsín, modificando el tipo de cambio en un centavo o dos centavos por semana, creo que se daría una señal interesante; se podría resolver el atraso cambiario en 12 a 18 meses.

La mejor opción es la del bolsín, aunque, como mencionaba Luis Carlos, también se necesita austeridad. Él planteaba revisar las políticas de gasto fiscal. Yo le pondría la palabra justa: tiene que haber austeridad; no se puede seguir gastando al ritmo del pasado. Hasta ahora se han dado pasos –muy pequeños– en esa dirección, pero la austeridad todavía no está presente.

Las previsiones de crecimiento no son óptimas. Hay un rebote este año, pero la pandemia sigue afectando las actividades; mucha gente que no está trabajando, se siguen cerrando empresas. Por otra parte, el propio gobierno ha admitido que no van a poder terminar de vacunar hasta 2022. Y sabemos que hasta que no se vacune por lo menos a un 40% de la población, no bajará la presión de la pandemia. Tengo entendido que han sido vacunados, con dos dosis, alrededor del 5% de los bolivianos, siendo optimistas. Es la mitad del promedio mundial. Entonces, estamos yendo lento, estamos mal por ese lado. Y esto va a tener un efecto en la economía, sin duda.

Entonces, bolsín, austeridad y vacunación. Estos son los elementos de mi propuesta. El primer tema es el más polémico. He hablado con algunos banqueros y les he preguntado qué impacto tendría un ajuste cambiario gradual y lo que me han comen-

tado es que ellos no tendrían problema, pues tienen la mayor parte de sus depósitos y obligaciones en bolivianos.

A una buena parte de los bancos les caería bien una actualización cambiaria. Entonces, ese mito que hay de que con esta actualización el sector financiero se podría desequilibrar es eso, un mito.

Obviamente, las medidas que propongo son necesarias hasta que el sector real reaccione. Ahora, está claro que tal reacción no va a venir del sector público, sino del sector privado. Lo terrible es que el gobierno ni siquiera quiere hablar, ya no digamos apoyar, al sector privado.

El otro día me encontré en el avión con un importante empresario cruceño y me contó que los empresarios de Santa Cruz están realmente admirados porque las autoridades ni siquiera los reciben, ni siquiera quieren hablar con ellos. Está tan enojado el gobierno que ni siquiera hay la posibilidad de conversar. Entonces, es preocupante. Significa que la recuperación del crecimiento del sector real, que es la única solución de largo plazo para la falta de las divisas, va a tardar.

Ya han pasado siete meses y medio de la gestión de Arce. Esto es un 12,5%, un octavo de su gestión. Es

bastante como para tener una idea clara del perfil que va a tener este gobierno. Por eso no creo que vayamos a ver cambios importantes en esa materia: vamos a tener una gestión de gobierno con un crecimiento mediocre y reservas siempre al filo.

### **José Luis Carvajal**

Me parece muy útil que Luis Carlos haya usado el modelo de Mundell Fleming para poder describir lo que está aconteciendo en el país. El documento destroza los argumentos del gobierno, su propuesta económica, respecto a las fuertes inversiones que ha hecho para tratar de impulsar a las empresas públicas. Basta una frase y un gráfico para esto. También es importante verle este impacto al documento. ¿De qué punto hablo exactamente? En los últimos 15 años, el gobierno ha invertido muchísimos recursos en fortalecer las empresas públicas, particularmente las que están relacionadas con el tema productivo, como por ejemplo Vinto, Huanuni, Karachipampa, las eléctricas e hidrocarburiíferas, las plantas de fertilizantes, la planta separadora de líquidos, en fin, las empresas que manejan los recursos naturales, el litio, el acero, todo eso. El propósito era mostrar que el modelo que tiene el gobierno funcionaba y que iba a dar resultados en más exportaciones. Nada de esto ha funcionado.

Como Luis Carlos acaba de señalar muy claramente, el principal sector que ha permitido el incremento de las reservas internacionales ha sido el sector privado. El rol del sector público ha sido, fundamentalmente, incrementar el déficit público, lo que ha dificultado la recuperación en la época de post bonanza. Esto significa que el gobierno se equivocó totalmente en su política económica respecto a las empresas públicas y al intentar sustituir al sector privado. Esta es una lectura que creo es importante agregar al documento. Sé que es un tema político, que puede genera ciertas reacciones y susceptibilidades, pero creo que es importante decirlo.

El segundo punto que me gustaría mencionar tiene relación con el último informe que ha hecho el Fondo Monetario Internacional luego de su visita al país las últimas dos semanas. El Fondo ratifica lo que dice el documento de Luis Carlos. Le dice al gobierno: Bueno, señores, llegó la época de ajustarse los cinturones. Tiene que haber un ajuste fiscal importante. Deben disminuir las subvenciones a las empresas estatales. Les dice: saben que sus empresas estatales están consumiendo demasiados recursos públicos y, por lo tanto, es importante reducir las subvenciones del Estado para ellas, porque no están teniendo ningún resultado, no coadyuvan, no venden nada, no exportan. Tampoco generan empleo y si lo generan es gracias a las subvenciones estata-

les. El informe del FMI coincide completamente con la información del documento de Luis Carlos.

### **Beatriz Muriel**

Me ha parecido muy interesante el análisis de coyuntura. Solamente me da la sensación y no sé, quiero saber qué opinan, pero creo que hay un efecto más de recesión y de desahorro que de ahorro; no hay aumento de los precios por la recesión ni una mayor demanda por dólares por el desahorro. Me da esa sensación y quería saber qué opina Luis Carlos.

**Lykke:** El documento es muy claro, pero me quedo una duda: todo ese ahorro privado del que habla Luis Carlos, ¿dónde está físicamente?

### **Juan Antonio Morales**

Quiero hacer un comentario sobre el ahorro privado. Gran parte del ahorro privado es ahorro de las familias, también que se ha convertido en depósitos bancarios. El crecimiento en la época de bonanza de los depósitos bancarios ha sido simplemente espectacular. Creo que no hemos entendido todavía muy bien cuáles son los determinantes de este ahorro privado. Porque si la gente hubiera percibido que la bonanza iba a ser permanente, habría gastado todo

el dinero. Pero como la percibieron transitoria, más bien ahorraron. También hubo probablemente un efecto inercial. A la gente le fue difícil ajustar su consumo hacia arriba; normalmente los modelos hablan de la dificultad de ajustar el consumo hacia abajo, pero también es difícil hacerlo hacia arriba. Creo que este es un punto importante.

El segundo comentario que quiero hacer es respecto a lo que dijo Samuel. Creo que ya no sería posible volver al bolsín. El bolsín fue muy ingenioso, fue muy creativo, pero es del año 1985, creación del decreto 21060. Creo que hoy hay que hacer una cosa mucho más ambiciosa: una reforma completa de la política cambiaria.

El informe del Fondo Monetario que se ha mencionado dice que hay que estar preparando justamente esto: una reforma completa de la política cambiaria.

### **Samuel Doria Medina**

En mi anterior intervención dije que el bolsín obviamente lleva el sello del neoliberalismo. Pero, como ya conocemos, los masistas pueden hacer lo mismo del pasado con otro nombre, con otro color. Así ocurrió con la PTJ, que ahora se llama FELCC y con tantas otras cosas. Si el gobierno le cambia el

nombre, la forma y demás, pero mantiene en esencia el procedimiento, creo que podría ser útil.

### **Luis Carlos Jemio**

Muchas gracias por los comentarios. Juan Antonio hizo una actualización de la situación, introduciendo datos de coyuntura. Samuel abordó el tema del bolsín en la política cambiaria. Estoy de acuerdo con él en que el tema cambiario es fundamental. Creo que hay que abordarlo en base a lo que se propone en el documento, es decir, en el marco de un programa financiero coherente, consistente y realista de corto, mediano y largo plazo.

Voy a abordar inicialmente el tema de la coyuntura. La pandemia ha tenido un efecto que no podemos desconocer. Ha parado la economía y esto, de alguna forma, le ha dado un alivio al sector externo, en el sentido que, la demanda por importación se ha desplomado y eso ha contribuido a que tengamos un balance externo casi en equilibrio. Por supuesto, eso cambiará cuando la economía se recupere y adquiera nuevamente dinamismo. Entonces, se recuperarían las importaciones, que es lo deseable en el caso de las importaciones de bienes de capital e insumos, y se generará nuevamente un déficit comercial, con un efecto poten-

cial sobre el tipo de cambio. Puede aumentar la preocupación de los agentes sobre lo siguiente: “¿Qué va a pasar con el dólar? ¿Saco mi plata del banco o la tengo bajo el colchón? o, ¿hago cualquier otra cosa antes de que ocurra algo?”. Estas preguntas están latentes, pero, como les decía anteriormente, en términos generales la confianza del público en el boliviano persiste, y eso es algo que no se puede perder y hay que mantenerla. El gobierno debería concentrar sus esfuerzos en que así sea.

El bolsín podría ser una propuesta siempre y cuando se lo enfoque dentro de un programa de ajuste coherente, consistente y realista de austeridad, combinado con acceso a financiamiento y un uso racional de las pocas reservas que nos quedan. Hay que ver qué va a pasar con los vencimientos de la deuda, que también fue uno de los temas que salieron en el debate. Se tiene que trabajar en un programa financiero que cubra un periodo de cinco años, o incluso de más largo plazo, para ver exactamente qué es lo realista, qué es lo que va a pasar con la economía, los balances externos e internos, el sector financiero, la deuda pública y las reservas internacionales. Yo he estado trabajando en un modelo que permite realizar este tipo de análisis, pero no lo tengo actualizado, ya que en este momento no estoy residiendo en Bolivia. En todo caso, creo que

hay que enfocarse en el tema cambiario dentro del contexto macro, de corto y mediano plazo. En este contexto, no descartaría ningún mecanismo de ajuste cambiario. El bolsín puede ser considerado. Ha funcionado en el pasado, y en una de esas puede volver a funcionar.

Con respecto a lo que dijo José Luis Carvajal, estoy de acuerdo, obviamente. Por el alcance que tiene, el documento no entra en detalles sobre las propuestas de política, como qué va a pasar con las empresas públicas y qué se debería hacer con ellas. Hace unos años trabajé en un informe económico de la Fundación Milenio, que incluía una mayor desagregación del déficit fiscal, separando éste según gobierno central, general y empresas públicas. Una buena parte del déficit provenía de las empresas públicas, ya que YPFB y ENDE estaban invirtiendo montos considerables, esta última en plantas termoeléctricas que ni siquiera tenían gas para producir electricidad, y tampoco tenían mercado. Este es el tipo de problemas que has que abordar. Indudablemente que hay que introducir racionalidad al gasto e inversión pública. No podemos invertir en proyectos que se conviertan en elefantes blancos, algo que probablemente ocurrió con mucha frecuencia durante el período de bonanza. Entonces, introducir racionalidad al gasto público es fundamental. Durante el periodo de bonanza, el gobierno se

embarcó en un programa fiscal expansivo, en parte por motivos ideológicos, pero también ayudado por la elevada disponibilidad de recursos con que contó durante este periodo, a fin de aumentar el rol del sector público en la economía. Tuvimos un gobierno con una visión totalmente estatista, que pensaba que toda o la mayor parte de la actividad económica tenía que estar en manos del sector público, en términos de inversión, actividad económica, generación de empleo, etcétera. Pero el momento en que los recursos se terminaron, entramos en una situación en la que tenemos un mega Estado y un sector privado reducido. Al mismo tiempo, el sector público ya no tiene los recursos para seguir siendo el líder de la economía. Este es uno de los problemas de fondo. Determinar el rol del sector público y privado en la economía en el periodo de post-bonanza, con escasez de recursos. Estamos en una coyuntura en la que el sector público ya no tiene recursos que tenía antes, por lo que el sector privado tiene que ser el líder del proceso de desarrollo del país a futuro.

Sobre el comentario de Beatriz en torno al desahorro. Me imagino que se refiere a lo que pasó en 2020. Cómo es posible que teniendo un déficit público tan grande tengamos prácticamente equilibrio externo. Una de las primeras cosas que uno aprende en macroeconomía es la relación que hay

entre estas dos variables: el equilibrio interno y el equilibrio externo, y que, básicamente, un desequilibrio externo es el reflejo del desequilibrio interno existente. Entonces, ¿cómo es posible que teniendo un balance público tan deficitario hayamos tenido un equilibrio externo en 2020? No hay otra explicación posible que, ha sido el superávit del sector privado el que ha financiado el elevado déficit fiscal.

El superávit privado pudo haberse generado de diferentes formas. Una de ellas es la caída sustancial del consumo de los hogares, mayor a la caída de los ingresos, debido a la situación de incertidumbre generada por la pandemia, sobre el futuro de la economía y sobre la capacidad de las personas de generar ingresos futuros. Por lo tanto, las personas redujeron el gasto a lo mínimo esencial, prescindieron del consumo suntuario, por ejemplo, las compras de bienes durables, automóviles o televisores, línea blanca; pospusieron las decisiones de compra y eso contribuyó a generar un mayor ahorro privado. El déficit del sector público fue financiado con este mayor ahorro o excedente generado por el sector privado.

Con respecto a la pregunta de Lykke sobre dónde está ese ahorro privado. Bueno, este es el gran drama. Porque ¿qué pasa cuando uno ahorra en un banco y el banco hace un mal uso de esos recur-

sos? Entonces, ¿dónde está ese ahorro? Está en los depósitos y los pasivos del sistema financiero. También está en los fondos de pensiones, por el ahorro previsional que se realizó durante todo este tiempo. Una parte está en los bolsillos de la gente, porque en el tiempo de bonanza aumentaron los depósitos, pero también aumentó la demanda de dinero en efectivo por parte del público; la demanda por circulante, por billetes y monedas, se quintuplicó durante este período. El punto esencial es saber el uso que hicieron los bancos de esos depósitos. ¿En qué proyectos, empresas y activos financieros están éstos invertidos? El gobierno impuso una política de cuotas de financiamiento a ciertos sectores productivos. Hay que ver cuál va a ser la capacidad de los bancos de recuperar estos recursos. Es siempre riesgoso hacer política pública con recursos de la gente.





A comienzos de 2021, la Fundación Vicente Pazos Kanki creó el Foro Económico de la FVPK con la participación de un grupo pequeño y selecto de economistas paceños o que trabajan principalmente en La Paz. Estos son, en orden alfabético, los expertos:

Likke Andersen

José Luis Carvajal

Samuel Doria Medina

Luis Carlos Jemio

Juan Antonio Morales

Beatriz Muriel

Armando Ortuño

Este grupo se reúne periódicamente para intercambiar información científica sobre la economía del país y debatir sobre ella. A diferencia de otros espacios de la FVPK, que están sobre todo o en parte orientados a la difusión de las ideas y al encuentro entre intelectuales y público, el Foro Económico pretende animar la producción de estudios y la realización de debates especializados que generen conceptos y propuestas novedosas sobre los problemas económicos del país en la coyuntura. Por tanto, está liberado de las necesidades de vulgarización que suelen tener los ejercicios divulgativos.