

# PROPUESTA DE UN MARCO DE ESTRATEGIA DE MEDIANO PLAZO PARA LA GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN BOLIVIA

---

*Carmona Morales, María Carola  
Soria Galvarro Quiroga, Luis Hernán*

---

## I. INTRODUCCIÓN

Una estrategia de deuda no es otra cosa, que una combinación particular de instrumentos disponibles de endeudamiento que apuntan hacia una estructura de portafolio, escogida para ser implementada durante un período determinado y por otra parte satisfacer ciertos lineamientos u objetivos de política definidos con antelación. El objetivo principal de la política de manejo de deuda es asegurar que las necesidades de financiamiento del Gobierno y el pago de sus obligaciones se satisfagan al menor costo posible y con un nivel prudente de riesgo.

La estrategia de deuda de mediano plazo - EDMP, hace especial énfasis en gestionar la exposición al riesgo del portafolio de deuda, específicamente, permite identificar las posibles variaciones en los costos del servicio de la deuda, aquellos factores como fluctuaciones macroeconómicas, movimientos inesperados en las variables de mercado o posibles choques exógenos que afecten la economía en términos agregados. En general, los gestores de la deuda tienen el propósito de alcanzar tres objetivos: i) Minimizar el costo promedio de la deuda; ii) Minimizar el riesgo de mercado y iii) Maximizar el plazo promedio de la deuda, procurando un perfil de vencimientos uniforme.

En las últimas décadas, múltiples factores sucedieron en la economía boliviana, introduciendo cambios estructurales, lo que motiva el actual análisis de las directrices del manejo de deuda. Después de la crisis de deuda externa de los años 80, la estrategia de endeudamiento se centró en la renegociación de deuda bilateral y multilateral, con el principal objetivo de restablecer la solvencia externa, en tanto que en los años 90 la estrategia también incluyó la negociación de líneas de crédito concesionales.

En el año 2007, se logró reestablecer la solvencia externa, después de concluir la aplicación de la Iniciativa de Alivio de Deuda Multilateral (MDRI por sus siglas en inglés) que supuso la condonación del stock adeudado con el Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo y el Fondo Monetario Internacional<sup>1</sup>. En relación a la deuda interna, la misma aumentó significativamente, a partir de la implementación de una serie de reformas estructurales durante el segundo quinquenio de los años 90, cobrando relevancia las emisiones de bonos colocados en las Administradoras de Fondos de

---

<sup>1</sup> Con la aplicación del MDRI, Bolivia recibió un alivio total de \$us2.914,8 millones, del cual 51,8% provino del BM, 40,2% del BID y 8% del FMI.

Pensiones – AFPs que permitieron financiar el costo de la reforma del sistema de seguridad social de largo plazo.

Desde el año 2006, también se ha incursionado en la diversificación de fuentes de financiamiento externo, sobre todo de origen bilateral semiconcesional y de mercado; en los años 2012 y 2013 se emitieron bonos soberanos en mercados financieros internacionales, posicionando de esta manera al país en el mercado mundial de capitales. En cuanto a la política de endeudamiento interno, desde el 2006, la misma está basada en la bolivianización del portafolio de títulos emitidos por el Tesoro General de la Nación – TGN, así como la migración hacia una cartera con vencimientos más largos y menores tasas de interés, en este marco, en los últimos años, se observa una recomposición del portafolio de deuda emitida por el TGN, donde la deuda con plazos menos a cinco años, representa menos del 0,5%.

En el año 2010, el Consejo Interministerial de Deuda Pública – COIDEP, en el marco de sus funciones, desarrollo un conjunto de lineamientos generales de endeudamiento público, entre los cuales se establece la preferencia de endeudamiento externo sobre endeudamiento interno, a fin de evitar desplazamientos en la inversión privada, de igual forma, prioriza la necesidad de diversificación de fuentes de financiamiento y la mantención en la calidad de la cartera de deuda interna, a fin de enmarcarse en un manejo responsable y sostenible de la deuda pública.

El Banco Mundial – BM y el Fondo Monetario Internacional – FMI han desarrollado un marco sistemático e integrado para ayudar a los países a formular una estrategia eficaz de gestión de la deuda a mediano plazo (MTDS por sus siglas en inglés<sup>2</sup>), el cual incluye una herramienta analítica que puede utilizarse para realizar análisis de costos y riesgos, constituyéndose en un aporte especial para el proceso de toma de decisiones sobre la estrategia de gestión de la deuda.

El presente documento tiene el propósito de elaborar una propuesta de la EDMP para Bolivia, considerando las estrategias de endeudamiento aplicadas en el pasado, así como los nuevos lineamientos emitidos en el años 2010 por el COIDEP, para lo cual se utiliza la herramienta del MTDS. En este marco, el presente documento, plantea en primera instancia el objetivo de la EDMP, para luego presentar una descripción de las políticas y estrategias de deuda aplicadas hasta el 2013, así como un análisis del costo y riesgo de la deuda existente a diciembre del 2013, seguido de una breve explicación del escenario macroeconómico e identificación de fuentes de financiamiento alternas; y finalmente presenta alternativas de estrategias para el manejo de la deuda pública.

## **II. OBJETIVO Y ALCANCE DE LA ESTRATEGIA DE ENDEUDAMIENTO DE MEDIANO PLAZO**

A la hora de determinar la mejor forma de satisfacer las necesidades financieras del Gobierno, se encuentran muchas alternativas sobre los instrumentos de deuda que se

---

<sup>2</sup> Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional. (2012). Marco de Estrategia de Mediano Plazo para la Gestión de la Deuda Pública. Para mayor referencia, revisar: <http://www.worldbank.org/en/topic/debt/brief/mtds>.

utilizarán. Por ejemplo, si las tasas de interés externas son inferiores a las tasas internas, la deuda en divisas puede parecer más atractiva; sin embargo, la ventaja se vuelve menos concreta cuando se tienen en cuenta riesgos de mercado, relacionados a tasas de interés variables y al riesgo cambiario, que determinarán el costo futuro de la deuda en divisas. Consideraciones relativas a los objetivos del Gobierno en lo que hace al desarrollo del mercado de deuda pública nacional o la diversificación de fuentes de financiamiento en el mercado de capitales, también mitigan las ventajas de tasas de interés externas inferiores.

### ***Objetivo de la Estrategia***

La gestión de la deuda pública está dirigida a satisfacer las necesidades financieras del Estado Plurinacional de Bolivia, cumpliendo las obligaciones de pago del servicio de deuda, minimizando los costos de financiamiento de mediano y largo plazo, manteniendo los riesgos en niveles prudenciales y contribuyendo al desempeño favorable del mercado de títulos públicos a nivel doméstico y a nivel internacional.

### ***Objetivos secundarios***

La EDMP debe reconocer los costos y riesgos de distintas alternativas y tomar en cuenta los vínculos con el escenario macroeconómico, a fin de mantener coherencia con el balance global del sector público y la sostenibilidad de la deuda. La EDMP también debe considerar nuevas fuentes de financiamiento no convencionales de carácter externo e interno.

El alcance de la EDMP, abarca la totalidad de deuda externa contratada por el sector público, así como la deuda emitida en el mercado doméstico, en este último caso, se considera la deuda emitida por el TGN y la deuda garantizada por el TGN, no se considera la deuda intrasector, tampoco los títulos emitidos por instituciones subnacionales, ni las emisiones efectuadas bajo la modalidad de “Tesoro Directo”. La cobertura de la EDMP podrá ampliarse gradualmente a medida que se disponga de nueva información y cuando los mecanismos institucionales permitan aplicar una estrategia más amplia e integral.

## **III. LA POLÍTICA DE ENDEUDAMIENTO EN BOLIVIA**

La masiva afluencia de capitales de la banca privada internacional durante la década de los 70, generó una expansión del stock de deuda externa en Bolivia, mismo que derivó en un pesado servicio por concepto de intereses y capital. El primer quinquenio de los 80, estuvo caracterizado por crecientes déficit fiscales y la necesidad de cumplir con el servicio de deuda externa, aspectos que derivaron en incrementos del crédito bilateral para refinanciar la deuda con la banca privada internacional, estas contrataciones bilaterales, se obtenían en condiciones comerciales, a elevadas tasas de interés y plazos de vencimiento cortos, entre 1980 y 1987, el stock de deuda externa aumentó de 50,9% del PIB a 99,4% del PIB.

Ante las dificultades para hacer frente a los crecientes déficit fiscales y las obligaciones externas, se empezó a utilizar de manera irracional los recursos provenientes de créditos de liquidez del Banco Central de Bolivia – BCB, así como recursos de crédito externo bilateral. La aguda crisis de principios de los 80, caracterizada por desequilibrios macroeconómicos, hiperinflación y un contexto externo desfavorable, estuvo además marcada por dificultades para cubrir del servicio de deuda externa. Esta situación, impulsó la suscripción con los acreedores privados, de una serie de Convenios de Refinanciamiento, con el objetivo de regularizar los problemas de deuda externa, sin embargo, estos fueron incumplidos por Bolivia, hasta que en 1984, el país declaró su imposibilidad de pagar la deuda a la banca privada internacional.

A partir de 1985, se aplicó un programa de estabilización cuyo núcleo estaba dado por la unificación cambiaria, un conjunto de medidas de saneamiento fiscal y el restablecimiento de la solvencia externa del país. El ordenamiento de las finanzas públicas, tuvo como resultado una significativa reducción del déficit fiscal, de 23,5% del PIB en 1984 a 2,5% del PIB en 1986, reduciéndose considerablemente las necesidades de financiamiento interno, hasta inicios de los 90. Por su parte, la política de endeudamiento externo, se basó en la renegociación de la deuda, entre 1986 y 1998 se negociaron alivios de deuda en el ámbito del Club de París<sup>3</sup>, llevándose a cabo también canjes de la deuda<sup>4</sup> que se mantenía con la banca privada, en suma a través de estas operaciones se logró un alivio de \$us1.772,5 millones<sup>5</sup>, el cual, si bien fue significativo, no logró restablecer la solvencia externa, en 1999, el ratio de deuda sobre PIB alcanzaba a 55,2% del PIB, por encima de los umbrales de referencia<sup>6</sup> (Gráfico 1).

A fines de 1996, el Fondo Monetario Internacional – FMI y el Banco Mundial – BM promovieron la iniciativa de Alivio de Deuda para Países Pobres Altamente Endeudados (HIPC por sus siglas en inglés), buscando la sostenibilidad de largo plazo de su deuda. A través de la iniciativa HIPC<sup>7</sup>, Bolivia obtuvo, entre 1996 y 2001, un alivio aproximado de \$us2.391 millones, lo que permitió que en el año 2002 el ratio deuda/PIB registre un porcentaje de 55,6% del PIB (Gráfico 1).

La deuda interna se mantuvo en niveles relativamente bajos hasta 1995, entre 1990 y 1997, se implementaron un conjunto de reformas estructurales<sup>8</sup> que incrementaron el déficit fiscal, sobre todo por la incorporación del costo de la reforma del sistema de pensiones. A partir de 1997 se inició la colocación de bonos adquiridos por las

---

<sup>3</sup> El Club de París es un foro de acreedores oficiales y países deudores, creado para aliviar a países con problemas de liquidez, a principios de los 80, con la crisis de deuda, los acreedores empezaron a conceder alivios y reprogramaciones de largo plazo para reducir el peso de la deuda externa.

<sup>4</sup> Entre 1988 y 1993, se llevaron a cabo canjes de la deuda que se mantenía con la banca privada, recomprando la deuda en tres tramos, a 11%, 16% y 24% de su valor nominal. Adicionalmente, se canjeó deuda por bonos de producción que tenían un valor presente de 11% del valor nominal de la deuda. En total a través de estas operaciones, se logró disminuir el stock de deuda en \$us591,5 millones.

<sup>5</sup> Entre 1990 y 1998, a través de renegociaciones bilaterales en el ámbito del Club de París (III, IV, V, VI y VII), se logró disminuir el stock de deuda en \$us1.181 millones, mientras que con la banca privada se canjeó deuda, reduciendo el stock en \$us591,5 millones.

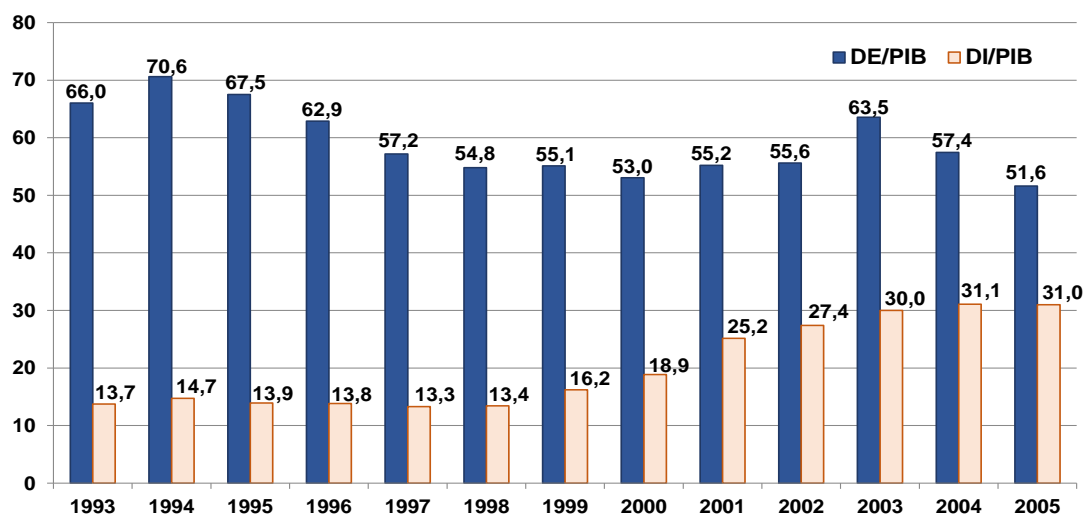
<sup>6</sup> Los umbrales corresponden al Programa de Acción de Convergencia de la CAN fijado en 50% y al criterio del MERCOSUR 40%.

<sup>7</sup> A través del HIPC I, Bolivia obtuvo un alivio de \$us406 millones en valor nominal y a través del HIPC II el alivio multilateral alcanzó a \$us1.985 millones.

<sup>8</sup> En este periodo se llevaron a cabo la privatización y capitalización de empresas públicas, reformas del sistema educativa y de salud, así como la reforma del Sistema de Pensiones.

Administradoras del Fondo de Pensiones – AFP's, para financiar el pago a los rentistas del antiguo Sistema de Reparto, estas colocaciones, junto a créditos de emergencia y liquidez otorgados por el BCB, generaron incrementos en el saldo de deuda pública interna del TGN, mismo que ascendió de 14,2% del PIB, promedio 1993-1999, a 27,3% del PIB, promedio 2000-2005 (Gráfico 1).

**Gráfico 1**  
**Saldo de Deuda Externa y Deuda Interna**  
**1993 – 2005**  
**(En porcentaje del PIB)**



Fuente: Elaborado en base a información del BCB y del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas - MEFP

En el año 2005, los países del G - 8 propusieron la condonación de deuda externa para los países HIPC, planteando un alivio del 100% de la deuda pendiente en estos países. Posteriormente, en el marco de la Iniciativa Multilateral de Alivio de Deuda – MDRI, Bolivia recibió un alivio total de \$us2.914,8 millones, del cual 51,8% provino del BM, 40,2% del BID y 8% del FMI<sup>9</sup>, las condonaciones del MDRI se hicieron efectivas durante el 2006 y 2007, reflejándose en una importante disminución del ratio deuda externa sobre PIB, pasando de 51,6% en el 2005 a 16,7% del PIB en el 2007, restableciéndose de esta manera la solvencia externa del país (Gráfico 2).

A través de la aprobación de la Ley de Administración Presupuestaria<sup>10</sup> se fijaron los límites de los indicadores de solvencia y liquidez que deben ser cumplidos por las instituciones públicas para contratar endeudamiento público y se prohibió la contratación de créditos no concesionales, salvo autorización del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas – MEFP. Los nuevos lineamientos que introdujo la Ley 2042 han favorecido a un mayor control del endeudamiento público a través del MEFP y han promovido una mayor contratación de créditos concesionales, lo cual se refleja en el cambio observado en las condiciones financieras del endeudamiento externo. En la Tabla 1 se puede observar como las renegociaciones y los lineamientos de endeudamiento aprobados

<sup>9</sup> Boletín Informativo N° 166 del Banco Central de Bolivia – 2008.

<sup>10</sup> La Ley 2042 de 21/12/1999, Ley de Administración Presupuestaria, establece las normas generales a las que debe regirse el proceso de administración presupuestaria de cada ejercicio fiscal (del 1° de enero al 31 de diciembre de cada año). El Capítulo II de esta norma legal regula el Régimen Presupuestario de la Deuda Pública.

mediante normativa vigente, han influido positivamente en los términos financieros de la deuda externa contratada, reduciendo tasa de interés y aumentando plazos de maduración, para acreedores multilaterales y bilaterales.

**Tabla 1**  
**Perfil de Deuda y su Servicio**  
**(En porcentajes y años)**

Categoría	1984		1998		2013	
	Interés	Plazo	Interés	Plazo	Interés	Plazo
<b>Multilateral</b>	4,8	29	3,6	23	2,1	24
<b>Bilateral</b>	6,2	18	3,2	29	2,0	19
<b>Privado</b>	10,5	8	2,7	5	5,4	10
<b>Promedio</b>	<b>6,8</b>	<b>19</b>	<b>3,5</b>	<b>25</b>	<b>3,7</b>	<b>18</b>

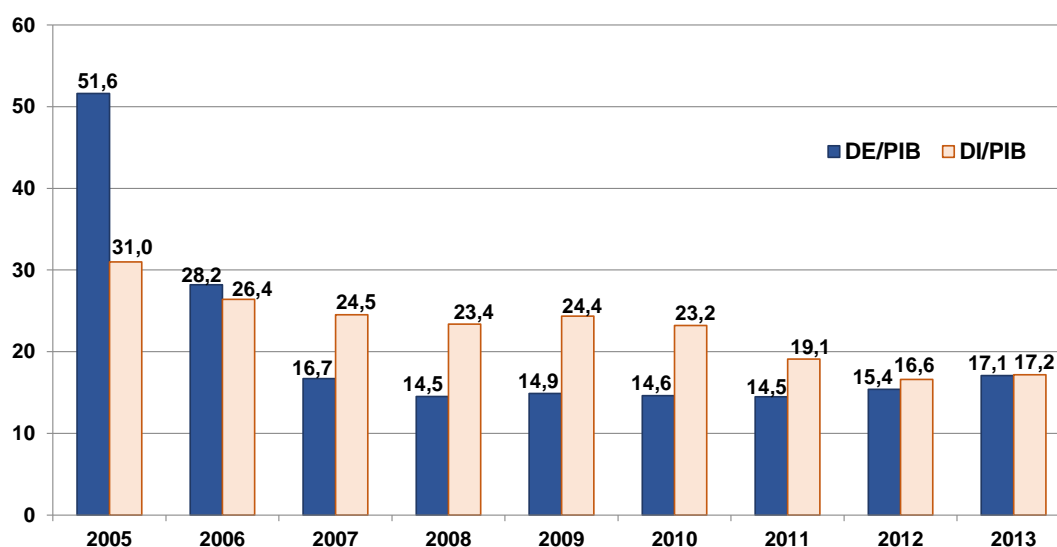
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCB

Bajo un nuevo de marco solvencia externa y con el propósito de incorporar nuevas formas de financiamiento, posicionando al Estado boliviano en el mercado de capitales internacionales, el año 2012, Bolivia efectuó una primera emisión de bonos soberanos en la Bolsa de Nueva York, por un monto de \$us500 millones, a un plazo de 10 años y una tasa anual de 4,87%. En 2013, bajo el compromiso internacional de mantener la estabilidad macroeconómica, se efectuó una segunda colocación de bonos soberanos, por \$us500 millones, también a un plazo de 10 años y a una tasa anual de 5,95%, con la nueva emisión en los mercados internacionales se consolida el posicionamiento del Estado boliviano como una economía sólida y solvente para la recepción de capital internacional y se ratifica la política de endeudamiento enfocada a consolidar nuevas fuentes de financiamiento para proyectos de inversión pública.

La emisión de bonos soberanos, ha incrementado el stock de deuda externa como porcentaje del PIB, en 2012 (15,4% del PIB) y 2013 (17,1 % del PIB) (Gráfico 2), insertando también la participación de acreedores privados dentro del endeudamiento externo. Mientras que la estructura de deuda externa en 2011, registraba una participación multilateral y bilateral de 75% y 25% respectivamente, en el 2013, la parte multilateral tuvo una participación de 64%, la deuda con privados representó el 20,2% y la deuda bilateral significó el 15,8%.

La deuda interna del Tesoro General de la Nación – TGN, no tuvo una participación significativa en el total de deuda pública hasta fines de los 90 y primer quinquenio de los años 2000, es a partir de estos años con la aplicación de las reformas estructurales, que el país recurre a un mayor financiamiento interno. A partir del 2006, la política de endeudamiento interno se caracterizó por una reestructuración de la deuda interna del TGN, a través del alargamiento de plazos, la bolivianización de la deuda que implicó menos endeudamiento en dólares y otras monedas, y la disminución de tasas de interés, de forma que se contrate deuda en mejores condiciones financieras, desde 2005, se observa una disminución en el ratio deuda interna sobre PIB, hasta alcanzar un porcentaje de 17,2% del PIB en 2013 (Gráfico 2).

**Gráfico 2**  
**Saldo de Deuda Externa y Deuda Interna**  
**2005 – 2013**  
**(En porcentaje del PIB)**



Fuente: Elaborado en base a información del BCB y del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas - MEFP

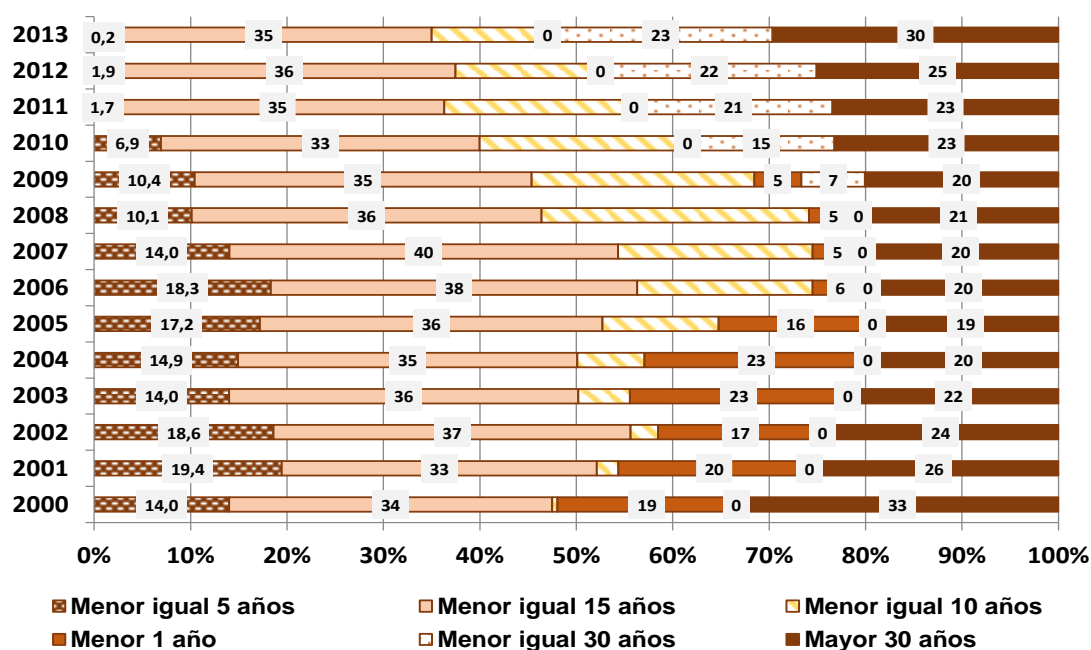
En el año 2007, mediante Decreto Supremo N° 29297 de 12 de septiembre de 2007, se conforma el Consejo Interministerial de Deuda Pública – COIDEP con la función de coordinar la formulación y el establecimiento de la Política de Endeudamiento Nacional y Subnacional interno y externo, para cubrir el financiamiento del desarrollo nacional en el marco de la sostenibilidad fiscal y de los lineamientos del Programa Monetario y Financiero. En este marco, en el año 2010, el COIDEP desarrolló un documento de lineamientos generales de endeudamiento público, el cual establece ciertas líneas estratégicas que se detallan a continuación:

- Los objetivos de los proyectos y programas de desarrollo, deberán estar acordes con la capacidad de endeudamiento externo e interno del país.
- La contratación de deuda pública externa deberá estar en el marco de la sostenibilidad macroeconómica y el manejo responsable de la misma.
- La contratación de deuda deberá estar acorde con el Plan de Desarrollo Económico y Social, Plan de Gobierno 2010-2015 y justificar técnicamente las condiciones más ventajosas en cuanto a tasas, montos y otras circunstancias.
- Optar preferentemente por fuentes externas de financiamiento, de modo que las inversiones en títulos del TGN no impliquen efectos de desplazamiento de la inversión privada.
- Realizar las acciones necesarias para acceder a mercados financieros internacionales no tradicionales diversificando las fuentes de financiamiento actuales.
- Profundizar la bolivianización y el alargamiento de plazos a fin de mantener la calidad de la estructura de la deuda pública interna lograda en la gestión de gobierno 2006-2009, así como su sostenibilidad en el tiempo evitando los riesgos asociados a la misma.

En base a los lineamientos del COIDEP, la deuda interna debe refinanciar los vencimientos de capital mediante la emisión de nuevo endeudamiento en condiciones ventajosas para el TGN, procurando plazos iguales o superiores a 10 años, en moneda nacional, a tasas de interés o rendimiento bajo. Con la aplicación de los lineamientos, la estructura de deuda interna se ha modificado, mientras que durante la década de los 2000, la deuda interna estaba compuesta por un 26,9% de deuda interna de corto plazo (vencimiento menor a cinco años), la misma se fue reduciendo hasta alcanzar una participación del 0,4% en el 2013. La política de reestructuración de la deuda en términos de vencimiento logró que el 99,6% del total de deuda interna, esté compuesta por plazos mayores a cinco años, en el 2013 (Gráfico 3).

Siguiendo con los lineamientos del COIDEP, en enero de 2012, se crea el mecanismo de emisión de bonos del Tesoro de venta directa a personas naturales en moneda nacional, bajo la denominación de “Tesoro Directo”, a través del cual el TGN emite bonos que le permiten cubrir sus necesidades de financiamiento, cumpliendo de esta manera con la diversificación de las fuentes de financiamiento.

**Gráfico 3**  
**Estructura de la Deuda Interna por plazos**  
**2000 – 2013**  
**(En porcentaje)**



Fuente: Elaborado en base a información del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas - MEFP



#### **IV. ESTRATEGIA DE ENDEUDAMIENTO Y PORTAFOLIO DE DEUDA PÚBLICA EXISTENTE**

##### **1. ESTRATEGIA DE DEUDA PÚBLICA EN BOLIVIA**

En Bolivia, no se ha desarrollado una estrategia de endeudamiento público de mediano plazo, pero, sin embargo se han establecido ciertos lineamientos de política que están orientados al manejo responsable de la deuda pública.

La contratación de crédito externo en condiciones concesionales ha sido un punto importante de la política de endeudamiento externo, después de la crisis de deuda, durante los años 90, se aprobaron la Ley de Administración y Control Gubernamental - Ley SAFCO y la Ley de Administración Presupuestaria, mismas que establecieron al actual Ministerio de Economía y Finanzas Públicas – MEFP como órgano rector del Sistema de Tesorería y Crédito Público y prohibieron la contratación de crédito no concesional, salvo autorización del MEFP. En este marco, la política de endeudamiento externo, se basó en la negociación y acceso a líneas de crédito concesional y en la administración del stock de deuda contratada a cargo del Banco Central de Bolivia.

La política de endeudamiento interno ha estado ligada a la obtención de créditos de liquidez y emergencia del BCB, en función a las necesidades de liquidez del TGN, así como a la emisión de títulos del TGN para cerrar las brechas fiscales y refinanciar la deuda interna. A partir de 2006, se viene aplicando una política de endeudamiento público, caracterizada por la obtención de deuda de mejor calidad, con plazos amplios y bajas tasas de interés, así como la diversificación de las fuentes de financiamiento, a través de la emisión de bonos soberanos en el mercado internacional y la colocación directa de bonos a personas naturales en el mercado local.

Los lineamientos generales de endeudamiento público, desarrollados en el marco del COIDEP en el año 2010, señalan entre los aspectos más importantes que la contratación de deuda externa se hará en el marco de la sostenibilidad macroeconómica, optándose preferentemente por fuentes externas, de modo que las inversiones en títulos del TGN no impliquen desplazamientos de la inversión privada, asimismo, se dispone realizar las acciones necesarias para acceder a mercados financieros internacionales, disminuir el riesgo cambiario y el alargamiento de plazos para mantener la calidad de la deuda pública interna.

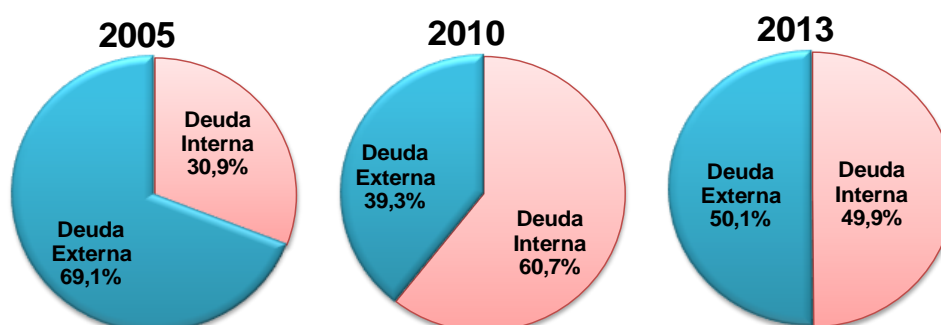
En este marco, se fortalece y sustenta aún más la recomposición de la deuda interna, en términos de plazos, intereses y monedas a través de la política de bolivianización, así como la búsqueda de nuevos canales de financiamiento externo, más aún si se considera que a partir del 2011, Bolivia ha dejado de ser considerado como un país de ingreso bajo, de acuerdo a los parámetros usados por el Banco Mundial – BM. La nueva categoría de Bolivia como país de ingreso medio bajo le permitirá acceder a nuevos productos financieros diseñados para este tipo de países, como Perú, Colombia, Brasil y México, entre los que se encuentran líneas semiconcesionales, créditos contingentes para emergencias o crisis económicas y garantías para inversiones.

El acceso a estos nuevos recursos complementará el financiamiento concesional del que goza el país; sin embargo, a fin de contar con el financiamiento necesario para la implementación de los programas y proyectos del Plan de Gobierno 2015-2020, se requiere evaluar y gestionar fuentes externas alternas como líneas semiconcesionales bilaterales y multilaterales, cooperación Sur-Sur y triangular, ampliación del financiamiento proveniente de mercados de capital extranjero, así como la profundización del mercado doméstico de títulos en moneda nacional.

## 2. COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO DE DEUDA EXISTENTE EN BOLIVIA

A diciembre de 2013, el stock de la deuda pública en Bolivia alcanzó a \$us10.550,1 millones (34,3% del PIB), de los cuales 50,1% correspondieron a deuda pública externa y 49,9% a deuda pública interna. En el 2005, la deuda externa representó el 69,1% de la deuda pública total, posteriormente y con la iniciativa de alivio de deuda multilateral (MDRI), el porcentaje de la deuda externa al año 2010 representó el 39,3%, a partir de este año, la participación del endeudamiento externo ha ido aumentando, hasta alcanzar un porcentaje de 50,1% en el año 2013. La deuda interna que en el 2005 representaba el 30,9% del total de la deuda, ha ido aumentando hasta significar el 60,7% en el 2010. Desde ese año, y tomando en cuenta el lineamiento que otorga preferencia al endeudamiento externo, en el 2013, la deuda interna representó el 49,9% del endeudamiento público.

**Gráfico 4**  
**Composición de la deuda pública en Bolivia**  
**(En porcentaje)**



Fuente: Elaboración propia en base a información del MEFP y del BCB

### 2.1. DEUDA PÚBLICA EXTERNA

La deuda pública externa, está orientada a financiar proyectos y programas de inversión priorizados por el Plan de Gobierno y el Plan Nacional de Desarrollo – PND, precisamente cuando se contratan créditos no concesionales, la normativa vigente<sup>11</sup> emitida por el Órgano Rector, establece que el Ministerio de Planificación del Desarrollo – MPD, encargado de la gestión y negociación de los créditos externos

<sup>11</sup> El Artículo 18 de la Resolución Ministerial 318 de 26/08/2009, modificado por la Resolución Ministerial 367 de 29/08/2011, dispone que en caso de que la deuda a ser registrada por una entidad solicitante presente un grado de concesionalidad menor al fijado en la RM 318 (35%), el MPD deberá certificar que el proyecto o programa se encuentra priorizado en el marco del PND.

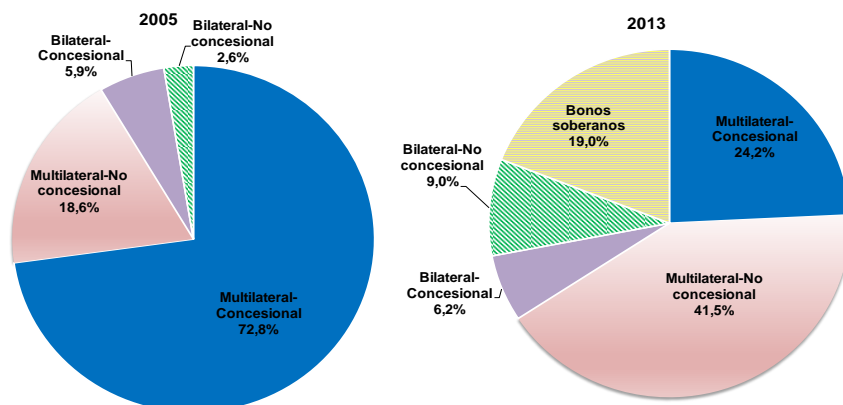
debe justificar ante el Órgano Rector que los proyectos y programas objeto del financiamiento se encuentra priorizados en la matriz de inversión del PND.

### 2.1.1. POR GRADO DE CONCESIONALIDAD

En el último quinquenio se han incrementado las fuentes no concesionales, desde 2011 Bolivia se considera como un país de ingresos medios bajos, por lo que los organismos internacionales han ido cambiando las condiciones financieras de las nuevas líneas de crédito. A este hito, hay que sumarle las dos primeras incursiones de Bolivia en el mercado de capitales internacionales, emitiendo bonos soberanos por un total de \$us1.000 millones. El Gráfico 5, muestra la diferencia en la composición de la deuda pública externa, según concesionalidad entre 2005 y 2013. El año 2005 se observa una mayor presencia de créditos concesionales multilaterales, con 72,8%, mismos que cayeron a 24,2% en el 2013; mientras que los créditos concesionales bilaterales de 5,9% que eran en 2005, al año 2013 incrementan su participación a 6,2%.

Los créditos no concesionales, debido a la emisión de los bonos soberanos en mercados internacionales de capital y a la reducción de créditos concesionales por parte de organismos multilaterales, mostraron un incremento significativo para el año 2013, pasando de 21,2% en 2005 a 69,5 % en el último año de estudio<sup>12</sup>. De la misma forma aumentaron los créditos no concesionales bilaterales de 2,6% en 2005 a un 9% en el año 2013, observándose un incremento mayor en los créditos multilaterales no concesionales que pasaron de 18,6% en 2005 a 41,5% en 2013. Esta tendencia se explica por la incorporación de nuevos acreedores y mayor participación de acreedores comerciales convencionales que financiaron grandes proyectos de inversión, como ser el Satélite Tupac Katari<sup>13</sup> e infraestructura caminera de la red vial fundamental.<sup>14</sup>

**Gráfico 5**  
**Composición de la deuda pública externa por tipo de acreedor**  
**(En porcentaje)**



<sup>12</sup> La emisión de bonos soberanos representan el 19% del stock de deuda al 2013.

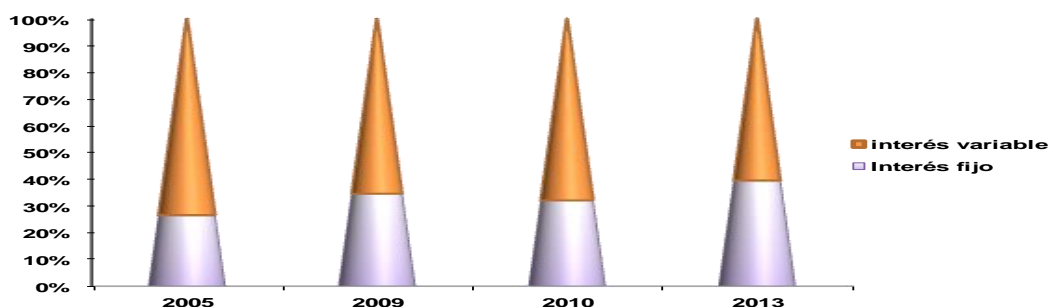
<sup>13</sup> Financiado con un crédito del Banco de Desarrollo de China por un monto de \$us251.124.000

<sup>14</sup> Financiados en su mayoría por la Corporación Andina de Fomento y en los dos últimos años también por el Fondo Financiero para el Desarrollo de la Cuenca del Plata.

### 2.1.2. POR TASAS DE INTERÉS

La composición de la deuda externa, según tasas de interés se ha modificado, si bien predominan los créditos a tasas variables, los mismos han disminuido su peso desde 73,5% en el 2005 a 60,5% en el 2013. En este análisis, destaca la contribución de los bonos soberanos en el peso del stock contratado a tasa fija

**Gráfico 6**  
**Composición de la deuda pública externa por tasa de interés**  
(En porcentaje)

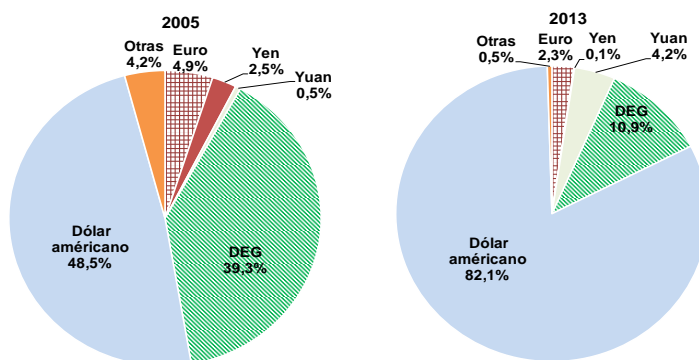


Fuente: Elaboración propia en base a información del BCB

### 2.1.3. POR MONEDA

En relación a las monedas de origen de los créditos externos, predomina el dólar estadounidense, esta moneda concentraba el 48,5% de la deuda externa en 2005, en el 2013 aumentó su nivel de concentración a 82,1%. Nuevos acreedores han promovido la inclusión de deuda en otras monedas, tal es el caso de los yuanes renminbi que significaban el 0,5% en el año 2005 y en 2013 representan el 4,2%, dados los créditos bilaterales contratados con el Gobierno de China. Disminuyeron en relevancia dentro de la composición del stock de deuda externa, los Derechos Especiales de Giro, cuyo peso cayó de 39,3% en 2005 a 10,9% en 2013, la misma tendencia registró el Euro que en 2005 representó un 4,9% del stock y en 2013 significó el 2,3% del total.

**Gráfico 7**  
**Composición de la deuda pública externa por moneda**  
(En porcentaje)



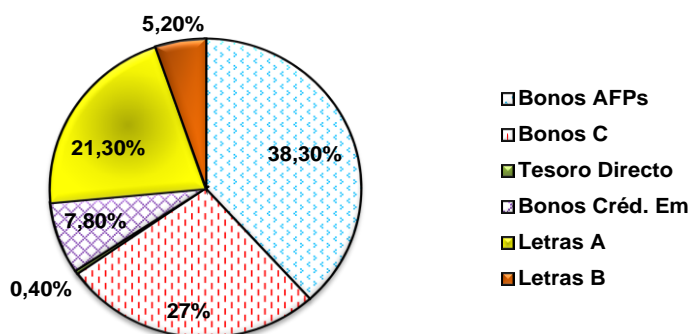
Fuente: Elaboración propia en base a información del BCB

## 2.2. DEUDA PÚBLICA INTERNA

La deuda emitida por el banco central, representa para el 2013, el 49,7% del total de deuda interna, se caracteriza por tener plazos muy cortos, toda vez que la misma se refinancia continuamente, a través de nuevas emisiones. En relación a la deuda interna del TGN, la misma cuenta con diversos instrumentos, como los bonos AFPs que históricamente han sido emitidos para el pago del costo fiscal de pensiones, los bonos “C” que son colocados principalmente en entidades financieras y otros títulos que buscan desarrollar el mercado financiero local.

Las letras de tesorería “A” y “B” que fueron emitidas a favor del BCB para eliminar la cartera en mora del sector público con el ente emisor, representaban más del 75% del total de deuda interna del TGN durante la década de los 90, en los últimos años este saldo ha ido disminuyendo hasta alcanzar un 26,8% en el 2013. Los bonos AFPs y los bonos “C” constituyen la principal fuente de endeudamiento interno, con una participación conjunta de 65,3% del stock total en el 2013.

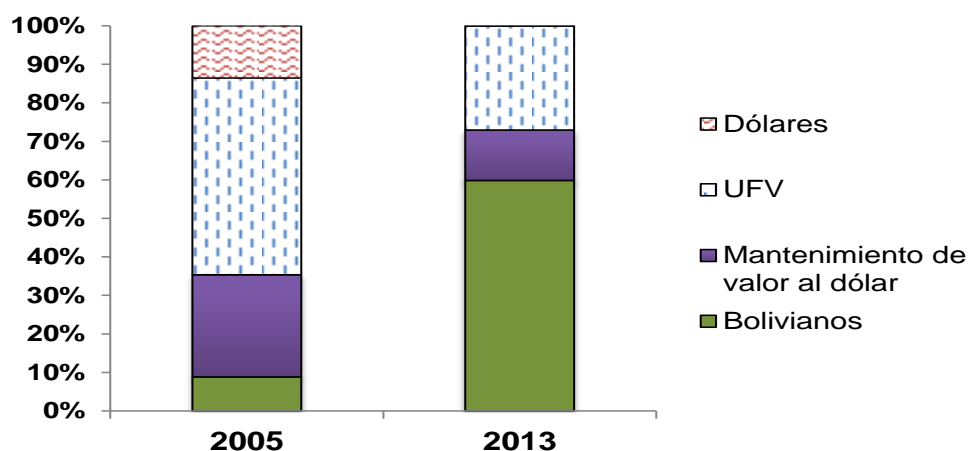
**Gráfico 8**  
**Composición de la deuda pública interna del TGN por instrumento**  
**(En porcentaje)**  
**2013**



Fuente: Elaboración propia en base a información del MEFP

Acorde con la política de bolivianización, el Gráfico 9 muestra cómo ha ido aumentando la participación de títulos en moneda nacional en desmedro de los títulos emitidos en dólares o UFVs. En el año 2013, los títulos en moneda nacional, significaron el 55,8% del stock adeudado. El portafolio de deuda interna ha ido migrando hacia títulos de mediano plazo, disminuyendo el peso de los títulos de corto plazo, en 2013, el 99,6% del total de deuda interna, cuenta con plazos mayores a cinco años, destacando que a partir del año 2013 se han emitido títulos a 50 años con una tasa de interés de 4,4% (Gráfico 3).

**Gráfico 9**  
**Composición de la deuda interna por moneda o unidad de emisión**  
**(En porcentaje)**

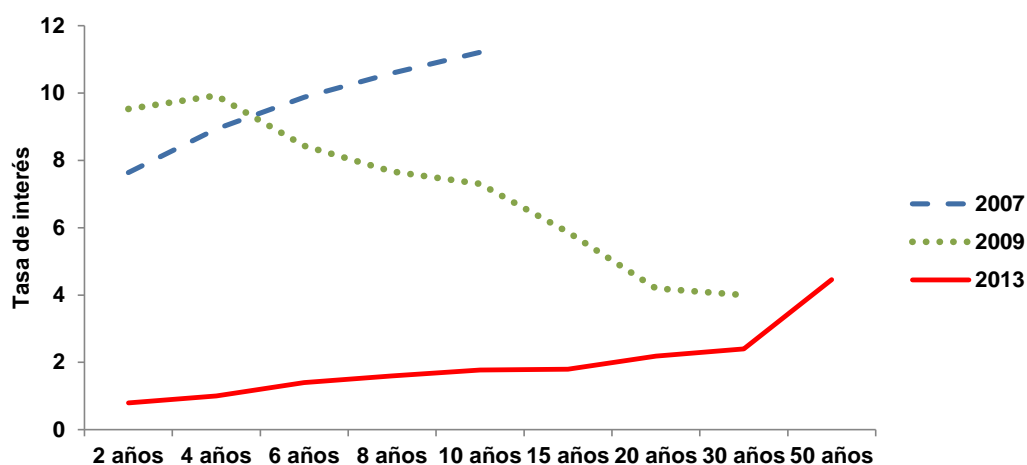


Fuente: Elaboración propia en base a información del MEFP

La curva de rendimiento del año 2007, muestra que se tenían instrumentos con tasas de interés altas y plazos más cortos, las tasas aumentaban a medida que aumentaban los plazos de redención. En tanto que la curva de rendimiento del año 2009 muestra tasas más altas para plazos cortos, apreciándose una relación inversamente proporcional entre plazos y tasas de interés (Gráfico 10).

La curva de rendimiento del año 2013, muestra tasas de interés más bajas en general para todos los plazos, observándose rendimientos mayores para plazos mayores y un premio de una tasa de 4,4% para títulos a 50 años (Gráfico 10), estas características de la curva de rendimiento de la deuda interna, muestra la solidez de los títulos valor del TGN en el mercado financiero boliviano.

**Gráfico 10**  
**Curvas de rendimiento de títulos del TGN**  
**(En porcentaje)**



Fuente: Elaboración propia en base a información del MEFP

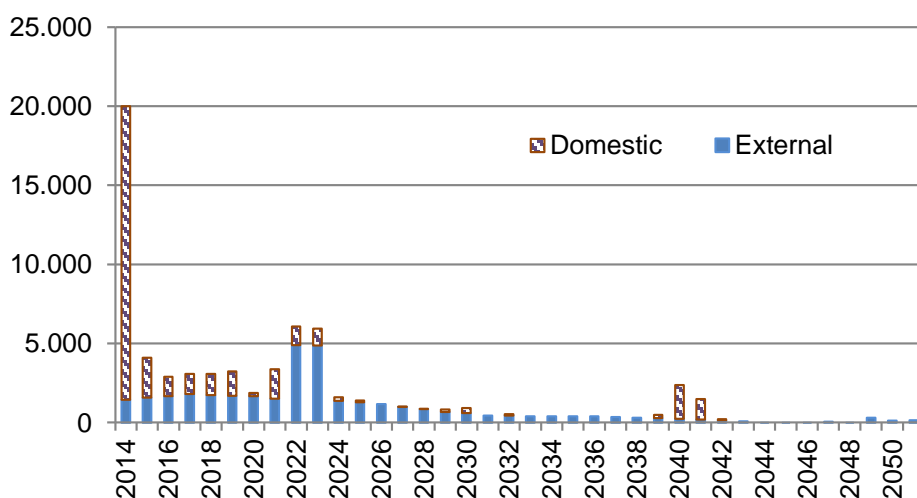
## V. COSTOS Y RIESGOS DE LA DEUDA EXISTENTE

La composición del portafolio de deuda existente es un reflejo de la estrategia de endeudamiento aplicada en el pasado, misma que tiene sus implicancias en la mantención de un balance óptimo de financiamiento y el trade-off entre costo y riesgo. A continuación, se explican algunos de los principales costos y riesgos del actual manejo de la deuda pública en Bolivia.

### 1. RIESGO DE REFINANCIACIÓN

Para hablar de riesgo de refinanciación se tiene que analizar el perfil de vencimientos de la deuda existente del país, el Gráfico 11 muestra que se tiene una alta concentración en el año 2014, ya que se asume la redención total de la deuda del BCB, en general se observan vencimientos balanceados entre deuda interna y externa. Dos picos en vencimientos de deuda externa, se presentan en los años 2022 y 2023, fechas en las que se redimirán los bonos soberanos, emitidos a 10 años en mercados internacionales. En los años 2040 y 2041 se presentan dos picos de deuda interna, que se deben al vencimiento de los bonos del TGN emitidos a 30 años en mercado local.

**Gráfico 11**  
**Perfil de vencimientos de la deuda pública**  
**(En millones de bolivianos)**



Fuente: Elaboración propia en base a información del MEFP y del BCB

El riesgo de refinanciación, está ligado a la posibilidad de que el roll-over<sup>15</sup> de la deuda actual sea a menores plazos y a tasas de interés más altas. El tiempo promedio de vencimiento, en inglés Average Time to Maturity – ATM, constituye la principal medida para evaluar el riesgo de refinanciación dentro del MTDS<sup>16</sup>

<sup>15</sup> Se entiende por “roll-over”, cuando los desembolsos del nuevo endeudamiento financian las amortizaciones del antiguo endeudamiento.

<sup>16</sup> El MTDS, en inglés Medium Term Debt Strategy, es una herramienta desarrollada por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional aplicada para un manejo planificado de la gestión de la deuda pública, que hace una relación entre costos y riesgos a los que se enfrenta la gestión de deuda pública.

El ATM mide la vida media del perfil de vencimientos de la deuda pública, reflejando la concentración de amortización de capital en cada uno de los años fiscales. La deuda doméstica, pese a la política de endeudamiento aplicada desde el 2006, continúa teniendo plazos más cortos en comparación a la deuda externa. El ATM calculado para la deuda pública total es de 8,4 años, mientras que para deuda externa y deuda interna se calculan 10,6 años y 6,3 años respectivamente (Tabla 2). Los vencimientos de deuda interna están concentrados en los próximos 10 años, en tanto que en la deuda externa está orientada a más largo plazo.

En el mismo sentido, bajo el supuesto de que toda la deuda del BCB se redime en el siguiente año, el porcentaje de maduración de la deuda pública interna en el próximo año es igual a 51,1%, este indicador estima la proporción de deuda pública que se redime durante el siguiente año a la fecha de corte para la deuda existente<sup>17</sup>. En el caso de deuda externa, dicho porcentaje alcanza a 4,1%, y el promedio de la deuda pública total el 27,6%, (Tabla 2).

## 2. RIESGO DE MERCADO

El tiempo promedio para re-fijación de tasa de interés, en ingles *Average Time to Re-fixing* – ATR, indica la exposición de la cartera de deuda a los cambios en las tasas de interés. Mientras mayor sea la ATR implicará un menor riesgo de mercado, ya que las fluctuaciones por tasas de interés son limitadas, lo cual indica que un porcentaje relativamente bajo de la deuda tendrá modificaciones en sus tasas de interés en un corto período de tiempo. Por el contrario, un valor bajo de ATR indicaría que una alta proporción de la deuda estará sometida a re-fijación en sus tasas de interés en un futuro próximo, con una mayor exposición al riesgo.

El ATR refleja una menor exposición al riesgo de tasa de interés en deuda externa con un promedio de 7 años, en tanto que la deuda interna tiene un promedio de 6,3 años. Otro indicador importante corresponde al porcentaje de deuda contratada a tasa fija, en deuda externa el 53,1% de los créditos cuentan con tasas fijas y en deuda interna el 100% de las emisiones tienen rendimientos fijos (Tabla 2).

**Tabla 2**  
**Resumen de indicadores de riesgo de deuda pública existente al 2013**

Risk Indicators		External debt	Domestic debt	Total debt
Amount (in millions of USD)		5.259,7	5.290,4	10.550,1
Nominal debt as % GDP		17,1	17,2	34,2
PV as % of GDP		15,6	17,2	32,8
Cost of debt	Weighted Av. IR (%)	3,3	3,3	3,3
Refinancing risk	ATM (years)	10,6	6,3	8,4
	Debt maturing in 1yr (% of total)	4,1	51,1	27,6
Interest rate risk	ATR (years)	7,0	6,3	6,6
	Fixed rate debt (% of total)	53,1	100,0	76,6
FX risk	FX debt (% of total debt)			49,9
	ST FX debt (% of reserves)			1,5

Fuente: Elaboración propia en base a resultados de la herramienta MTDS

<sup>17</sup> En el caso específico del presente del análisis, la fecha de corte para la deuda existente corresponde al 31/12/2013.



En cuanto al riesgo cambiario, si bien el 49,9% de la deuda pública está contratada en monedas extranjeras, dado el importante nivel de reservas internacionales, el porcentaje de deuda que debe ser amortizado en divisas extranjeras durante el próximo año significa el 1,5% de las reservas, por lo que el portafolio de deuda existente no presenta un alto nivel de riesgo cambiario (Tabla 2).

De acuerdo al análisis anterior se puede resumir que, existe un mayor riesgo de refinanciación en el endeudamiento público interno, mientras que la deuda externa presenta un mayor riesgo de mercado, por tasas de interés.

En este marco, es necesario cumplir con el lineamiento de política de endeudamiento que busca el alargamiento de los plazos de deuda interna, buscando mejores condiciones financieras, para tener una menor exposición al riesgo de refinanciación, en cuanto a deuda externa, dada la holgura de las reservas internacionales, el riesgo cambiario no es elevado, por lo que se puede diversificar la cartera de endeudamiento externo.

## **VI. ESCENARIO MACROECONÓMICO**

Según el FMI en su reporte de evaluación de la economía boliviana para el 2014<sup>18</sup>, destaca que la economía boliviana en los últimos años ha tenido un buen desempeño macroeconómico, habiéndose aplicado políticas sociales orientadas a reducir la extrema pobreza y mejorar las condiciones económicas de sus habitantes. A partir de la aprobación de la Constitución Política del Estado, el Estado ha recuperado un rol protagónico en la economía, teniendo entre sus tareas, la industrialización de los recursos naturales, diversificación del aparato productivo y ampliación de la cobertura de servicios básicos.

El reporte del FMI, también destaca que la economía boliviana no se vio muy afectada por la crisis financiera internacional 2008-2009, siendo una de las principales características del nuevo modelo de economía plural, la expansión de la demanda interna, que se constituye en el motor del crecimiento de la economía.

### **1. PRINCIPALES SUPUESTOS**

El escenario macroeconómico considerado corresponde al planteado en el Reporte de la Revisión Anual al Artículo IV del Convenio del FMI, hecha en febrero de 2014, mismo que coincide con el escenario base del último Análisis de Sostenibilidad Macroeconómica hecho en 2014 para Bolivia<sup>19</sup> (BO-MSA-2014), tal como indica el Manual del MTDS<sup>20</sup>.

---

<sup>18</sup> Revisión anual bajo el Artículo IV del Convenio del FMI.

<sup>19</sup> En abril de 2014, el Banco Interamericano de Desarrollo presentó con carácter confidencial y para divulgación futura, la Evaluación de Sostenibilidad Macroeconómica para Bolivia, misma que incluye en sus Anexos, el Análisis de Sostenibilidad de la Deuda del FMI.

<sup>20</sup> La Guía del Usuario del MTDS, señala que el escenario macroeconómico para el análisis de la EDMP debe corresponder al utilizado en el último Análisis de Sostenibilidad de Deuda hecho para el país o en su defecto a las últimas proyecciones macroeconómicas hechas por la instancia competente del país.

En el año 2013, el crecimiento del PIB alcanzó a 6,7%, la mayor tasa de crecimiento en los últimos treinta años, su principal soporte son por el lado del ingreso las ventas del sector de hidrocarburos y por el lado del gasto la demanda interna. Para el 2014, la programación en los reportes del Artículo IV del FMI y el MSA-BO-2014 del BID, presentan un crecimiento de 5,4%<sup>21</sup>, en el mediano plazo, el último análisis de sostenibilidad, muestra una tasa de crecimiento del PIB estable alrededor del 5%. En cuanto a la inflación, en 2013 la variación del IPC alcanzó a 6,5%, para el 2014 se proyecta una disminución en la inflación anual hasta un 5,5%, para situarse en torno al 5% durante los siguientes años.

El balance fiscal ha sido positivo los últimos años, debido a la fortaleza de los ingresos por concepto de hidrocarburos y las recaudaciones de renta interna, dados los supuestos conservadores en cuanto a los precios internacionales del petróleo, para el 2014 se programó un déficit global de 0,4% del PIB, la continuidad en la política de transferencias y la dinámica en la ejecución del gasto de capital, hace declinar el balance fiscal hasta -1,1% del PIB como promedio entre 2018 y 2021, el mayor déficit fiscal programado, también se explica en una disminución en los ingresos provenientes del sector hidrocarburos.

En el 2013 el saldo en cuenta corriente alcanzó a 3,8% del PIB, sin embargo, se prevé un estrechamiento en las cuentas externas, en la medida que sigan disminuyendo los precios de los principales commodities de exportación, esta tendencia que afecta el resultado en balanza comercial y cuenta corriente, se contrarrestada con los contratos multianuales que se suscriben con Brasil y Argentina para la venta de gas natural. Los niveles previstos en volúmenes de exportación de gas natural son confortables, permiten prever superávit en cuenta corriente, el cual sin embargo se situaría en torno al 2% durante el siguiente quinquenio y bajaría aún más a 0,2% del PIB promedio entre 2018 y 2021, afectado principalmente por menor valor en las exportaciones e incrementos en las importaciones requeridas para implementar los proyectos de industrialización y diversificación del aparato productivo diversificado.

El ratio de exportaciones/PIB, se sitúa en torno al 37,3% del PIB promedio entre 2013 y 2018, se prevé que este porcentaje disminuiría hasta un promedio de 32,5% entre 2018 y 2021, reflejando un suave deterioro en los términos de intercambio que afecta los valores exportados de gas natural, mismos que pasarían de un 19,4% del PIB en 2014 a un promedio de 13,4% del PIB entre 2012 y 2021.

El FMI, en su revisión de la economía boliviana<sup>22</sup> estima para la deuda externa una concesionalidad de mediano plazo del 27%, en base a los actuales contratos suscritos y las condiciones financieras ofrecidas, mientras que proyecta incrementos en las tasas de interés promedio para deuda externa e interna (Tabla 3). En el caso de deuda externa, se prevé un incremento en la tasa nominal de créditos externos, hasta alcanzar un promedio de 3,5% entre 2018 y 2021.

---

<sup>21</sup> Esta tasa de crecimiento del PIB de 5,4% no coincide con la programada en el PGE 2014, igual a 5,7%.

<sup>22</sup> El documento elaborado por el FMI hace una revisión y proyecciones de la economía boliviana "Staff Report For The 2013 Article IV Consultation".

**Tabla 3**  
**Principales supuestos macroeconómicos (línea base)**

Key macroeconomic and fiscal assumptions	2013	2014	Average 2013-2018	Average 2018-2021
Real GDP growth (in percent)	6,7	5,4	5,4	5,0
Inflation rate (in percent)	6,5	5,5	5,4	5,0
Primary Deficit (in % of GDP)	1,3	0,5	0,6	-0,1
Fiscal Deficit (in % of GDP)	0,7	-0,4	-0,4	-1,1
Average nominal interest rate on foreign debt (in percent)	2,6	1,9	2,0	3,5
Average real interest rate on domestic debt (in percent)	2,0	-1,4	0,7	1,7
Grant element of new external borrowing (in percent)	26,9	26,9	26,9	26,9
<b>External sector</b>				
Current Account (in % of GDP)	3,8	3,1	2,0	0,8
Exports (in % of GDP)	37,8	40,9	37,3	32,5
of wich natural gas (in % of GDP)	19,8	19,4	16,7	13,4
Imports (in % of GDP)	30,3	36,0	33,2	30,3
Terms of trade index (percent change)	-2,9	-0,4	-1,1	-0,2

Fuente: Reporte Rev. Art.IV FMI 2014 y Evaluación de Sostenibilidad Macroeconómica BID-BM 2014.

## 2. RIESGOS

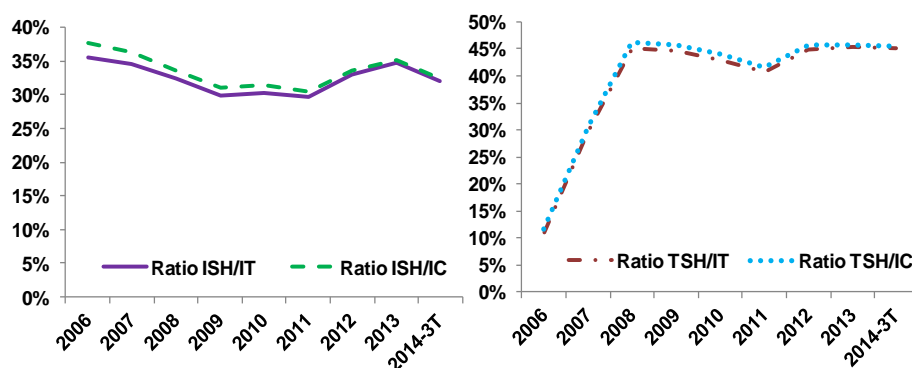
A pesar de la solidez macroeconómica demostrada en los últimos años, la economía boliviana presenta ciertos riesgos derivados de la alta dependencia de los ingresos generados por el sector de hidrocarburos y exposición a disminuciones en los términos de intercambio, dada la importante participación de commoditys dentro de las exportaciones.

### 2.1. RIESGO FISCAL

Una importante porción de los ingresos tributarios, se genera en el sector de hidrocarburos, los tributos específicos del sector de hidrocarburos (TSH), representaron en promedio el 33,5% de los ingresos corrientes (IC) y 32,4% de los ingresos totales (IT) del Gobierno General, durante el periodo 2006-2014. Asimismo, si tomamos los datos globales del Sector Público No Financiero (SPNF), se tiene que las ventas de hidrocarburos (ISH), significan en promedio el 39,6% de los IC del SPNF y el 38,8% de los IT del SPNF, durante el mismo periodo de tiempo.

Existe una dependencia del erario nacional, respecto de los ingresos generados en el sector de hidrocarburos, el principal riesgo, es que una caída significativa en los precios de los hidrocarburos afecten directamente a la estabilidad de las finanzas públicas (Gráfico 12). Este riesgo se introduce en las proyecciones del PGE 2014 y en el análisis de sostenibilidad de deuda del FMI para Bolivia, al considerar escenarios moderados en cuanto a los precios internacionales del petróleo, por lo que se proyectan déficit fiscales hasta el 2021.

**Gráfico 12**  
**Evolución de los ratios de TSH e ISH**  
**(En porcentaje)**



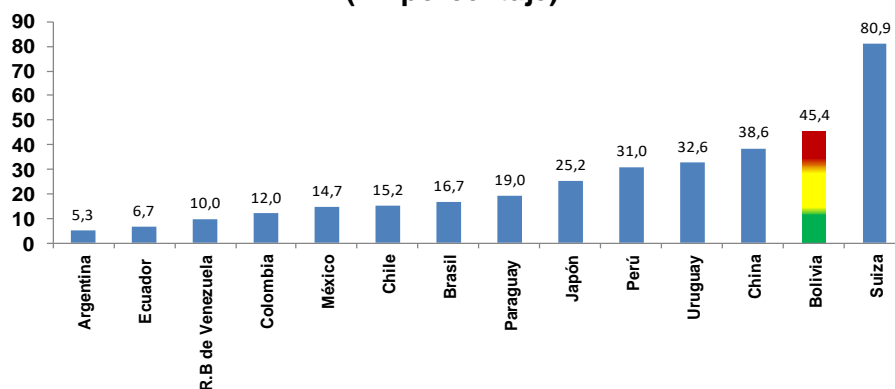
Fuente: MEFP

Dentro de las políticas de gobierno presentes, se encuentra un mayor fortalecimiento al sector de hidrocarburos, a través de la inversión en proyectos de exploración de nuevas reservas, y la industrialización del sector para lograr comercializar productos con mayor valor agregado. Otro aspecto importante, en el sector fiscal, es que la mayoría de las políticas económicas están dirigidas a promover una mayor inversión pública en proyectos estratégicos y productivos, los mismos que necesitarán nuevas fuentes de financiamiento, por lo que se debe velar por mantener una estrategia de endeudamiento que minimice los costos y mantenga niveles de riesgo moderados.

## 2.2. RIESGOS EN EL SECTOR EXTERNO

Pese al riesgo de una disminución esperada en los términos de intercambio y una menor dinámica en el desempeño económico de nuestros socios comerciales, la importante acumulación de reservas internacionales (a septiembre de 2014 superaron los \$us15.272 millones), se convierte en un colchón que mitiga el riesgo de disminución en los ingresos de divisas. El stock de reservas acumulado a septiembre de 2014, permite cubrir 15 meses de importaciones y hacer frente con holgura el servicio de deuda externa. Bolivia es uno de los países que cuenta con mayor nivel de reservas como porcentaje del PIB, denotando fortaleza en su balance externo.

**Gráfico 13**  
**Ratio de reservas sobre PIB en países seleccionados**  
**(En porcentaje)**



Fuente: Elaboración propia en base a información del Bloomberg y FMI

De acuerdo al reporte del FMI para 2014, el desarrollo del país descansa sobre la demanda doméstica como principal motor del crecimiento, por lo que un menor dinamismo de la demanda externa no tendrá grandes efectos en la economía boliviana, en particular, porque la política fiscal puede tener un rol más activo en un contexto externo menos favorable; además, el colchón de reservas internacionales permite responder holgadamente ante cualquier shock externo.

### 2.3. RIESGO PAÍS - CALIFICACIÓN DE RIESGO SOBERANO

En octubre de 2012, se emitieron los primeros bonos soberanos de Bolivia. La calificación de riesgo soberano, es una variable importante que determina la tasa de interés de las futuras emisiones de bonos del TGN. El *Emerging Market Bond Index* (EMBI), mide la diferencia entre las tasas de interés que pagan los bonos del tesoro estadounidense y las tasas de interés de economías emergentes. Para poder hacer comparaciones, se eligieron cuatro economías latinoamericanas con calificaciones de riesgo parecidas a las de Bolivia.

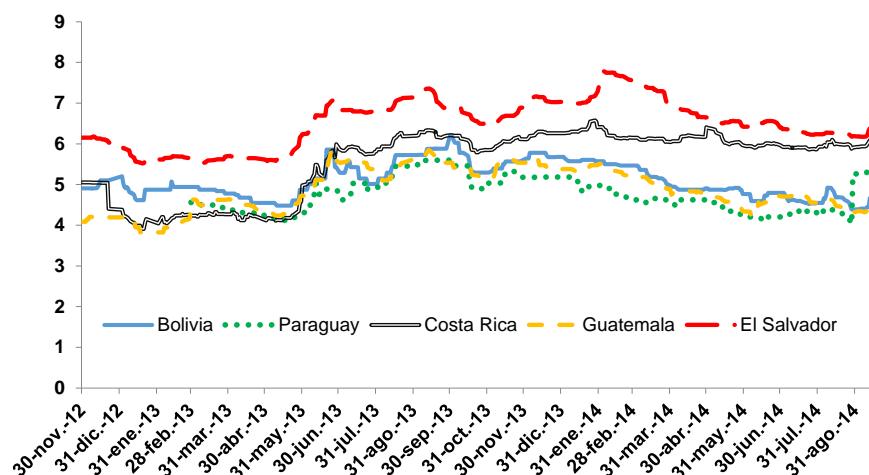
**Tabla 4**  
**Calificaciones de riesgo soberano de países seleccionados**

País	Moody's	S&P	Fitch Ratings
Bolivia	Ba3	BB	BB-
Paraguay	Ba2	BB	BB-
Costa Rica	Ba1	BB	BB+
Guatemala	Ba1	BB	BB
El Salvador	Ba3	BB-	BB-

Fuente: Bloomberg

El Gráfico 14 muestra la evolución del índice EMBI, desde octubre de 2012 hasta septiembre de 2014. Se puede observar que a lo largo de la serie, el EMBI de Bolivia ha sufrido fluctuaciones grandes, en particular el tercer y cuarto trimestre de 2013 que llegó a estar por encima de 6,2053%. Otro aspecto que llama la atención es que al finalizar el periodo de análisis el EMBI de Bolivia, se encuentra por debajo del resto de los países con excepción de Guatemala. De acuerdo a estos datos, para el análisis de MTDS, se consideraron primas de riesgo crediticio conservadoras, por lo que los rendimientos proyectados de los títulos que emitiría Bolivia en los siguientes años, estarían por debajo de los retornos ofertados por los países con los que se realizaron las comparaciones.

**Gráfico 14**  
**Evolución del índice EMBI de países seleccionados**  
**(En porcentaje)**



Fuente: Bloomberg

## VII. NUEVAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO

Ante una demanda creciente de financiamiento externo, destinado a financiar grandes proyectos de inversión productiva y de infraestructura, con el fin de implementar el modelo económico plural comunitario y social; y ante la probabilidad de menor acceso a financiamiento concesional para el país, la gestión de deuda pública tiene la ineludible tarea de buscar nuevas fuentes de financiamiento que satisfagan los requerimientos para el desarrollo del país. Según lo informado por el Viceministerio de Inversión Pública y Financiamiento Externo – VIPFE e información obtenida de la Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras para el Desarrollo – ALIDE, existen acercamientos con fuentes de financiamiento alternativas (Tabla 5).

**Tabla 5**  
**Nuevas fuentes de financiamiento**

Organismo	Descripción	Áreas y proyectos de Interés	Condiciones Financieras
Agence Française de Développement (ADF)	Institución financiera del gobierno francés para ejecutar la cooperación para el desarrollo	Infraestructura, en particular para las energías renovables, políticas medioambientales, producción agrícola, ecológica y gestión forestal.	<b>Tasa de interés</b> Variable: Eurolibor+1,2% Fija: 2,6% <b>Comisión de financiamiento:</b> 0,5% una sola vez. <b>Comisión de compromiso:</b> 0,5% sobre saldo desembolsado semestral. <b>Plazo:</b> 20 años, inclusive 5 años de gracia.

Organismo	Descripción	Áreas y proyectos de Interés	Condiciones Financieras
Bank for Development and Foreign Economic Affairs of Rusia Vnesheconombank (VEB)	Institución estatal que realiza funciones de banca de desarrollo	Industrias aeronáutica y espacial, electrónica, energía nuclear, metalurgia (acero), complejo agroindustrial, complejo militar e industrial.	<b>Tasas de interés:</b> Sujetas a negociación. Se prefiere tasas variables como (Eurolibor) + diferencial. <b>Monto mínimo:</b> 1 mil millones de rublos, o en su equivalente. <b>Plazo:</b> 10 años, incluidos 5 de gracia.
Export-Import Bank of India	Creado con el propósito de facilitar y promover el comercio exterior de la India	Proyectos llave en mano, provisión en bienes de capital y servicios de ingeniería, inversión en los sectores de vivienda y construcción; transporte y comunicaciones.	<b>Monedas en las que se otorgan los recursos:</b> Normalmente en monedas extranjeras convertibles. <b>Tasas de interés:</b> Fijada de acuerdo a la política y a la tasa mínima del Exim-Bank. <b>Plazos de amortización:</b> Es de 5 años, incluido período de gracia.
Development Bank Of Japan	El Banco realizar contribuciones financieras a la economía en desarrollo, proveyendo financiamiento a largo plazo	Proyectos de inversión que fomenten el desarrollo de las economías locales. En particular, ello incluye a los sectores industriales, el apoyo a proyectos de renovación urbana, de infraestructura.	<b>Monto del Préstamo:</b> El monto total del mismo no puede exceder el 50% del costo del Proyecto. <b>Plazos del Préstamo:</b> Los plazos promedio de financiamiento alcanzan los 15 años, con un período de gracia será hasta de 3 años. <b>Tasa de Interés:</b> La tasa de interés se fija en el desembolso. <b>Moneda:</b> Yenes, también se ofrecen en divisas convertibles.
Banco Europeo de Inversiones (BEI)	El BEI es el banco de la Unión Europea. Es el banco que representa los intereses de los Estados miembros de la Unión Europea (UE)	Sectores que tengan un impacto en el crecimiento y desarrollo de las economías, como ser acción por el clima, infraestructura estratégica.	<b>Tasas de interés:</b> Libor 6 meses + un diferencial fijado a la suscripción del contrato <b>Comisión de financiamiento:</b> 0,25% <b>Comisión de compromiso:</b> 0,35 <b>Plazo:</b> 15 a 20 años, incluidos 4 a 5 de gracia.
OPEC Fund for International Development	El OFID es una institución financiera de desarrollo establecida por los Estados miembros de la OPEC	Energía, infraestructura caminera y agua y saneamiento básico.	<b>Tasas de interés:</b> 2,25% <b>Comisión de Servicio:</b> 1% <b>Plazo:</b> 20 años, incluidos 5 de gracia.

Fuente: VIPFE y ALIDE

## VIII. ESTRATEGIAS ALTERNATIVAS DE GESTIÓN DE DEUDA PÚBLICA

### 1. DESCRIPCIÓN DE ESTRATEGIAS ALTERNATIVAS

El análisis de costo y riesgo del portafolio de deuda pública existente, las vulnerabilidades macroeconómicas y potenciales fuentes financieras (nuevas y convencionales), sugieren que para la economía boliviana, resulta deseable reducir el riesgo de refinanciación en el endeudamiento interno y cuidar el riesgo de fluctuaciones en tasas de interés en el caso del endeudamiento externo. Se deben seguir los lineamientos de la política de endeudamiento que busca alargamiento de plazos para títulos emitidos por el TGN, velando por una menor exposición al riesgo de refinanciación. Adicionalmente, la diversificación de fuentes de financiamiento mitigaría los riesgos fiscales, por ejemplo créditos contingentes de organismos multilaterales para shocks en términos de intercambio.

Tradicionalmente, el país ha buscado financiamiento concesional, sin embargo en el último quinquenio estas fuentes tradicionales han ido declinando, habiendo ganado importancia fuentes multilaterales con condiciones de mercado, fuentes bilaterales semiconcesionales y no concesionales, así como financiamiento obtenido a través de bonos soberanos. Para plantear una EDMP, se debe evaluar un mayor uso de las nuevas fuentes externas, así como una expansión hacia fuentes no convencionales, como agencias bilaterales que ofrecen condiciones semiconcesionales o de mercado. Tomando en cuenta estas consideraciones, cuatro alternativas de estrategias de endeudamiento fueron consideradas, según la siguiente descripción:

**Estrategia 1 (S1).** Mantiene la estructura actual de financiamiento público, en la cual el 40,9% del financiamiento externo proviene de créditos multilaterales no concesionales (CAF, Fondo de Capital Ordinario – BID), el 22,6% proviene de crédito multilateral concesional, 10,2% proviene de crédito bilateral de nuevos acreedores (Bancos de Desarrollo y de Exportación de China y Brasil) y el 19% del financiamiento externo proviene de bonos soberanos. Dentro del endeudamiento interno, el 30,5% corresponde a títulos a 15 años y el 55,3% a títulos con vencimientos de 2 a 10 años.

**Tabla 6**  
**Portafolio de deuda existente en 2013, según instrumentos de agregación**

Debt Type	Conditions	Instrument Type	Interest Rate	Currency	%	Borrowers
Foreign Debt	Concessional	IDA	Fix	USD	22,6%	AIF-BM, BID-FOE
Foreign Debt	Concessional	Bilateral FX Fixed	Fix	RMY	4,2%	Eximbank China
Foreign Debt	Concessional	Bilateral FX Variable	Variable	RMY	0,0%	BDCH
Foreign Debt	Concessional	Bilateral FX Fixed	Fix	EUR	2,0%	UE borrowers
Foreign Debt	Concessional	Multilateral FX Fixed	Fix	SDR	1,7%	FIDA, FND
Foreign Debt	Market	Bilateral FX Fixed	Fix	USD	3,0%	Venezuela Gover., PDVSA, BNA
Foreign Debt	Market	Bilateral FX Variable	Variable	USD	6,0%	Proex Brazil
Foreign Debt	Market	Multilateral FX Variable	Variable	USD	40,9%	CAF, BIRF, BID - FCO
Foreign Debt	Market	Multilateral FX Fixed	Fix	SDR	0,7%	FIDA y OPEP
Foreign Debt	Market	10y T bonds FX Fixed	Fix	USD	19,0%	10y Treasury Bonds
Domestic Debt	Market	2-10y T bonds DX Fixed	Fix	BOB	55,3%	
Domestic Debt	Market	15Yy T bonds DX Fixed	Fix	BOB	30,5%	
Domestic Debt	Market	20-50y T bonds DX Fixed	Fix	BOB	14,2%	
F.Debt %					49,9%	
D.Debt %					50,1%	

Fuente: Elaboración propia, en base a datos del BCB y metodología MTDS



**Estrategia 2 (S2).** Mayor proporción de títulos de deuda interna con plazos mayores a 10 años, a fin de disminuir el riesgo de refinanciamiento. Incremento de deuda bilateral semiconcesional, a través de la diversificación hacia acreedores no convencionales (se creó un instrumento de deuda para analizar esta estrategia), en sustitución de créditos multilaterales concesionales y no concesionales. El riesgo cambiario no aumenta, dado que se mantiene la proporción de deuda externa en 49,9% del total de deuda pública, simplemente se recomponen la estructura de endeudamiento en divisas.

**Estrategia 3 (S3).** Se asume una nueva emisión de bonos soberanos en los mercados internacionales de \$us1.000 millones para el 2015, en busca de un mayor uso del mercado de capitales mundial. Dentro del endeudamiento interno, disminuye la proporción de títulos de corto plazo con plazos menores a 10 años y aumenta la participación de títulos de mediano plazo, en busca de un mayor desarrollo del mercado doméstico de títulos del TGN.

**Estrategia 4 (S4).** Aumenta la proporción de deuda externa dentro del financiamiento público total, aumentan los créditos bilaterales y multilaterales menos concesionales a tasa fija y variable y se diversifica el financiamiento externo hacia acreedores bilaterales semiconcesionales. En cuanto a deuda interna, se incrementa la proporción de títulos del TGN a mediano y largo plazo.

Las principales diferencias entre las estrategias son el origen de las fuentes de financiamiento externo y la composición de las emisiones de títulos domésticos. La Estrategia 1 – S1 asume que la estructura del portafolio actual se mantiene. Sin embargo, debido a que las líneas concesionales de financiamiento disminuirán en los siguientes años, las Estrategias 2 – S2, 3 – S3 y 4 – S4 incorporan una diversificación del financiamiento externo hacia otras fuentes menos convencionales o una mayor emisión de bonos soberanos (S3).

En especial S2 y S4 se focalizan en la ventaja de utilizar mayor financiamiento externo no convencional, en el caso de S4 se plantea una expansión del financiamiento externo hacia fuentes semiconcesionales de China, Corea y BIRF a tasas fijas, así como una diversificación hacia nuevos acreedores bilaterales no convencionales, mientras que en S2, manteniendo la actual participación de deuda externa, se plantea una recomposición de la misma hacia acreedores no convencionales, como son los anteriormente citados.

## **2. DESCRIPCIÓN DE LOS ESCENARIOS DE SHOCK**

La robustez de las alternativas de la EDMP, se analiza bajo cuatro escenarios de tensión para tasas de interés variable y tasas de cambio, de esta manera el Escenario 1 considera una shock extremo con una depreciación de 30% de la moneda doméstica (BOB) en el año 2017. En el escenario base, se asumen mínimas depreciaciones, menores al 1% a partir de 2017, basadas en las proyecciones del BCB. Un shock de esta magnitud (30%) se asume en el último ASD 2014 efectuado para Bolivia.

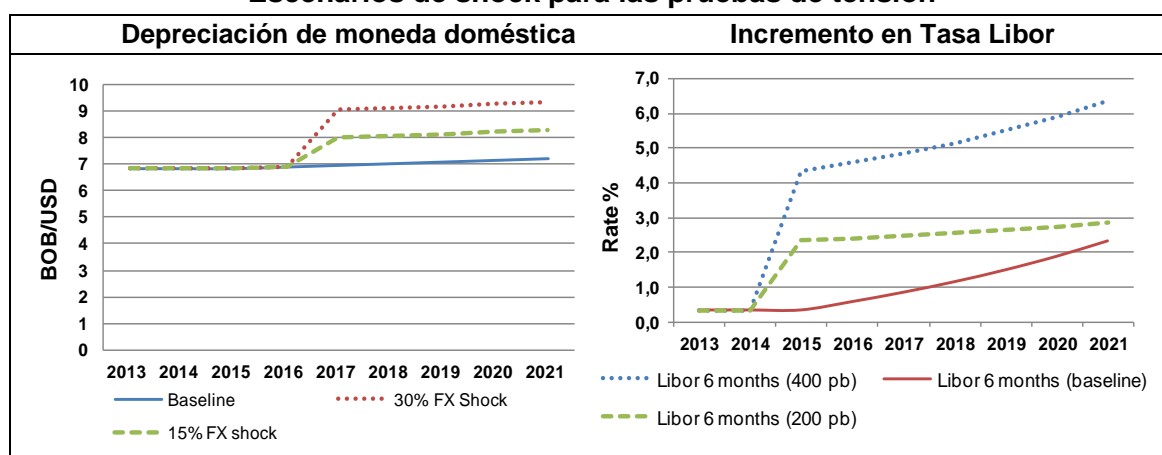
Los Escenarios 2 y 3 introducen en 2015, shocks de 200 p.b. y 400 p.b. sobre la tasa Libor a seis meses para deuda en dólares americanos, este incremento también se refleja en un incremento de 100 p.b. en el margen de riesgo crediticio para bonos

soberanos. A medida que Estados Unidos continúe su recuperación, las autoridades monetarias, esperan contraer su programa de compra de activos, lo cual marcará el término de tasas de interés internacionales cercanas a cero. Las proyecciones de tasas de interés efectuadas para el MTDS, asumen que esto sucederá a través de una transición suavizada de la tasa Libor a seis meses hasta un nivel de 2,4% en el año 2021.

Los incrementos en la tasa Libor también incrementan el riesgo soberano, bajo el argumento de que los activos menos riesgosos se harán más rentables, toda vez que los inversores requieren primas mayores en el retorno de activos riesgosos a tasas variables. Por tanto, las tasas fijas de bonos soberanos y tasas variables para créditos comerciales aumentan en 300 p.b. (shock de 200 p.b. en Libor) y 600 p.b. (shock de 400 p.b. en Libor).

El Escenario 4 considera una depreciación extrema de 15% de la moneda doméstica (2017), combinada con un incremento de 200 p.b. de la Libor a 6 meses, esta combinación origina también un incremento en el riesgo crediticio de bonos soberanos.

**Gráfico 15**  
**Escenarios de shock para las pruebas de tensión**



Fuente: Elaboración propia en base a resultados de la plantilla MTDS.

### 3. ANÁLISIS DE COSTO Y RIESGO DE ESTRATEGIAS ALTERNATIVAS BAJO DISTINTOS ESCENARIOS

El desempeño de las cuatro estrategias alternativas se examina bajo los escenarios base y de shock antes descritos. Los resultados de las estrategias en términos de los indicadores de costo: Deuda/PIB, Servicio de Interés/PIB y Valor Presente de la Deuda/PIB, se presentan en la Tabla 7.

Los indicadores de costo calculados para las distintas estrategias se comparan entre sí, a través de los distintos escenarios, a fin de identificar las estrategias con menores ratios de costo. Sin tomamos, el ratio Deuda/PIB, la estrategia menos costosa en el escenario base es S4 y junto a S2 se mantiene entre las menos costosas en los escenarios de shock. Es importante destacar que S4 tiene cierta desventaja respecto a S2, sobre todo en los escenarios en los que se aplican shocks a las tasas de interés, debido a que S4 considera mayor proporción de deuda externa a tasa variable. El ratio de Servicio de

Interés/PIB no refleja grandes diferencias de costo entre estrategias, mientras que el ratio de Valor Presente de la Deuda/PIB muestra un menor costo de la estrategia S4 en todos los escenarios de tensión, ubicándose también S2 como segunda estrategia menos costosa (menor ratio).

**Tabla 7**

**Test de Tensión para escenarios de estrategias de endeudamiento**

**Debt Stock to GDP ratio as at end 2021**

Scenarios	S1	S2	S3	S4
Baseline	20,7	20,8	21,0	20,4
Exchange rate shock (30%)	24,1	24,0	24,2	23,8
Interest rate shock 1 (choque en tasas 200 pb.)	31,8	31,2	31,2	31,5
Interest rate shock 1 (choque en tasas 400 pb.)	43,0	41,5	41,4	42,6
Combined shock (15% depreciation and interest rate shock 1	34,3	33,4	33,4	34,0
Max Risk	22,3	20,7	20,5	22,2

**Interest Payments to GDP Ratio as at end 2021**

Scenarios	S1	S2	S3	S4
Baseline	0,8	0,8	0,8	0,8
Exchange rate shock (30%)	0,9	0,9	0,9	0,9
Interest rate shock 1 (choque en tasas 200 pb.)	1,2	1,2	1,2	1,2
Interest rate shock 1 (choque en tasas 400 pb.)	1,6	1,6	1,6	1,5
Combined shock (15% depreciation and interest rate shock 1	1,3	1,3	1,3	1,2
Max Risk	0,8	0,8	0,8	0,8

**PV of Debt to GDP Ratio as at end 2021**

Scenarios	S1	S2	S3	S4
Baseline	17,2	18,2	18,4	16,9
Exchange rate shock (30%)	19,7	20,9	21,0	19,5
Interest rate shock 1 (choque en tasas 200 pb.)	25,7	27,0	27,1	25,4
Interest rate shock 1 (choque en tasas 400 pb.)	34,3	35,7	35,7	33,8
Combined shock (15% depreciation and interest rate shock 1	27,3	28,7	28,7	27,2
Max Risk	17,1	17,4	17,3	17,0

Fuente: Elaboración propia en base a resultados de la plantilla MTDS.

Además de estos indicadores, otros indicadores de riesgo del portafolio de deuda bajo las distintas estrategias, tales como riesgo de refinanciación y riesgos de mercado, se han incluido en la Tabla 8. El menor ratio de costo corresponde a la estrategia S4 utilizando los dos indicadores (ratios deuda pública/PIB y valor presente deuda/PIB), S1 que mantiene la estructura actual de portafolio es menos costosa que S2 y S3, sin embargo, se debe tomar en cuenta que esta estrategia asume una importante participación de deuda concesional, aspecto que no es tan viable bajo un nuevo perfil de país con ingresos medios bajos. La estrategia menos atractiva basada en medidas de costo sería S3. La sustitución de deuda externa multilateral y bilateral semiconcesional o de mercado, por bonos sería una estrategia más cara, sin embargo, S3 permite evaluar los costos asociados a restricciones en créditos concesionales.

**Tabla 8**  
**Evaluación costo-riesgo de estrategias alternativas de endeudamiento**

Risk Indicators		2013	As at end FY2021			
		Current	S1	S2	S3	S4
Nominal debt as % of GDP		34,2	20,7	20,8	21,0	20,4
PV as % of GDP		32,8	17,2	18,2	18,4	16,9
Implied interest rate (%)		3,3	3,9	4,1	4,1	3,9
Refinancing risk	ATM External Portfolio (years)	10,6	10,4	9,5	9,6	10,1
	ATM Domestic Portfolio (years)	6,3	13,5	16,6	18,3	15,2
	ATM Total Portfolio (years)	8,4	11,8	12,6	13,9	11,6
Interest rate risk	ATR (years)	6,6	10,2	11,3	12,7	9,9
	Fixed rate debt (% of total)	76,6	77,5	81,2	82,4	76,2
FX risk	FX debt as % of total	49,9	57,0	56,7	50,5	70,3
	ST FX debt as % of reserves	1,5	3,4	3,5	3,2	3,7

Fuente: Elaboración propia en base a resultados de la plantilla MTDS.

En cuanto a la tasa de interés implícita, la mayor tasa corresponde a S3 y S2, la primera porque incorpora una nueva emisión de bonos soberanos en el año 2015 y la segunda porque considera mayor crédito semiconcesional y de mercado dentro del endeudamiento externo. Las estrategias S2 y S4 mantienen un mismo nivel de tasa implícita. El riesgo de refinanciamiento de la deuda pública total es menor en S3 y S2, siendo S3 la estrategia con menor riesgo o mayor ATM, debido a que en esta estrategia, aparte de la emisión de bonos soberanos, se considera un mayor desarrollo del mercado doméstico, aumentando en mayor proporción los títulos del TGN de mediano y largo plazo. Analizando los ATM para deuda externa, las estrategias menos riesgosas serían S1 y S4, como se señaló, resulta poco factible mantener la participación de créditos concesionales dentro de la estructura de deuda externa. Para el caso de deuda interna, el portafolio menos riesgoso corresponde a S3, en el cual, se plantea una mayor proporción de deuda interna a mediano y largo plazo.

Si se considera el riesgo por concepto de tasa de interés, se observa que la estrategia con menor riesgo es S3, debido a que tiene una mayor proporción de deuda pública a tasa fija, además de que maximiza el ATR. En segundo lugar, se encontraría S2 cuyo portafolio considera una mayor proporción de deuda a tasa fija, respecto a S1 y S3, por lo que también cuenta con un mayor ATR en relación a estas dos estrategias.

La mayor proporción de deuda externa para el 2021 correspondería a S4, de igual manera esta estrategia tiene el mayor ratio de servicio de deuda anual sobre reservas internacionales, el cual es muy bajo, igual a 3,7%. Como se señaló antes, el riesgo cambiario no es muy alto, dado el importante colchón de reservas internacionales que acumula el país, en este sentido, antes que el riesgo cambiario, se prioriza el riesgo de refinanciamiento y el riesgo de reajustes en tasas de interés.

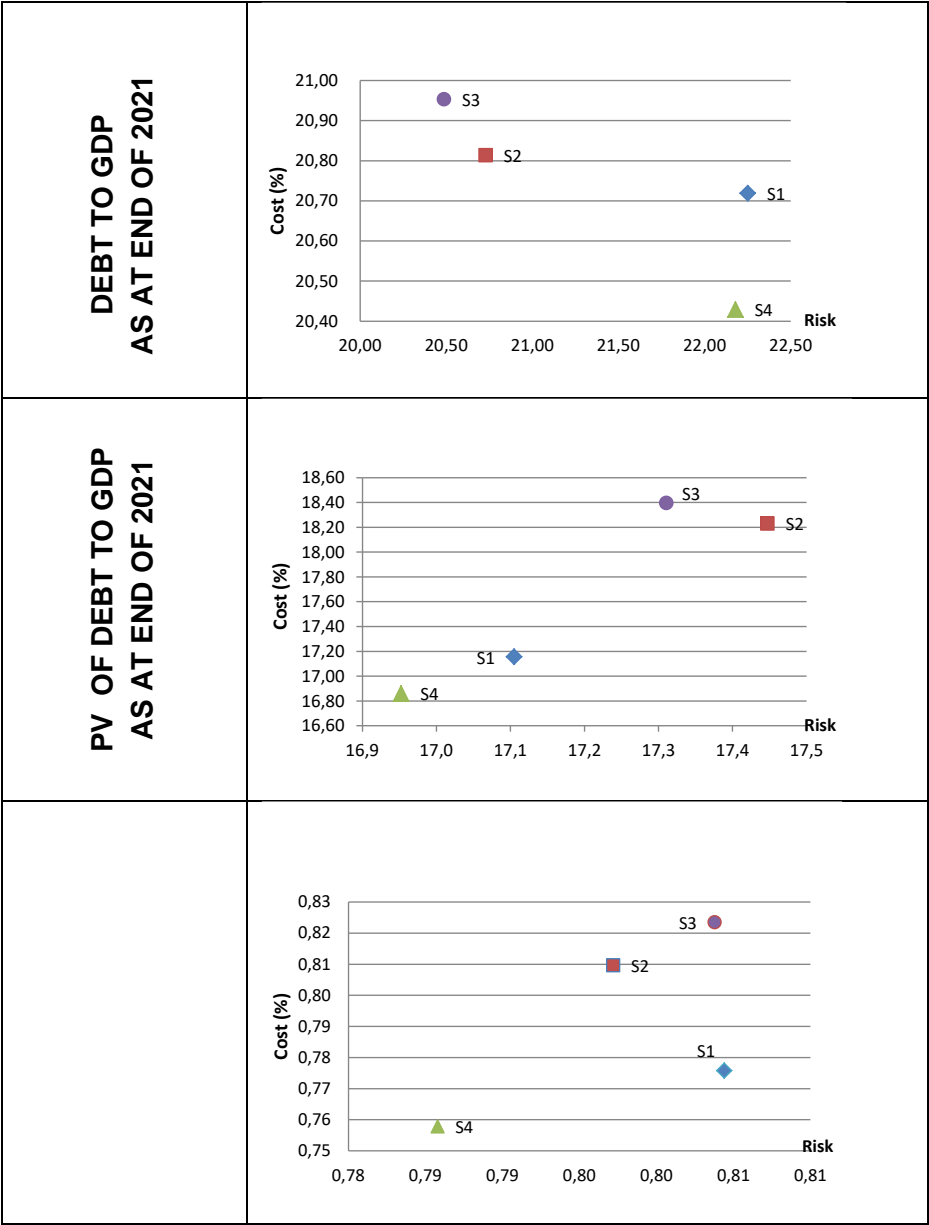
#### 4. SELECCIÓN DE ESTRATEGIAS

El Gráfico 8 muestra el mejor desempeño de la estrategia S4 en términos de costo-riesgo, cuando se consideran los indicadores PVDebt/PIB e Interest/PIB, mostrando que el incremento de la proporción de deuda externa dentro del financiamiento público total sería beneficioso en términos de costo del portafolio y riesgos de mercado. La estrategia

S4, además considera la diversificación de financiamiento externo hacia acreedores no convencionales, algunos semiconcesionales y otros con condiciones de mercado a tasas fijas. La estrategia S3 es la más cara considerando todos los indicadores, sin embargo, resulta importante considerarla como una estrategia alternativa de endeudamiento ante la reducción de fuentes concesionales de financiamiento y el objetivo de mayor desarrollo del mercado doméstico de títulos.

La estrategia S2 resulta atractiva, si se considera la minimización de exposición al riesgo de tasas de interés, toda vez que después de S3 es la que minimiza la exposición al riesgo por concepto de tasa de interés, y además es menos costosa respecto a S3, considerando los tres indicadores.

**Gráfico 16**  
**Análisis de Costo – Riesgo para Estrategias de Endeudamiento**



Fuente: Elaboración propia en base a resultados de la plantilla MTDS.

## IX. CONSIDERACIONES FINALES

- La gestión de la deuda pública debe establecer e implementar una estrategia con el objeto de obtener el monto de financiamiento requerido, logrando objetivos de costo y riesgo, además de desarrollar los mercados de títulos emitidos por el Estado, asegurando la solvencia externa y que el servicio de deuda sea atendido.
- Un elevado endeudamiento y un portafolio mal estructurado hacen a la economía más vulnerable a perturbaciones económicas y financieras, y de hecho se constituyó en factor crucial para las crisis de deuda. En este sentido es importante que las autoridades presten suficiente atención a las ventajas de contar con una estrategia de endeudamiento público sostenible, que considere los costos y riesgos a los que se exponen.
- Para contar con una estrategia de endeudamiento a mediano plazo, se requiere:
  - Contar con proyecciones fiscales que incorporen eventuales choques a los ingresos y/o gastos del sector público (p.e variación en el precio de los hidrocarburos para el caso de Bolivia).
  - Evaluar el comportamiento de la cooperación de los organismos internacionales, en cuanto a los cambios que podrían introducir en las condiciones financieras y cuotas otorgadas a Bolivia.
  - Diversificar los instrumentos de deuda pública tanto interna como externa, en términos de plazos, tasas de interés y fuentes de financiamiento.
- Actualmente no se cuenta con una estrategia de endeudamiento público, per ce, sin embargo se cuenta con lineamientos generales para el endeudamiento público. Dada la categorización de Bolivia como país de ingresos medios bajos y que las condiciones financieras ofrecidas al país se han endurecido, se genera la necesidad de diversificar las fuentes externas hacia instrumentos menos concesionales,. Asimismo, sería deseable minimizar el costo de la deuda pública para los siguientes años, además de controlar el riesgo de refinanciamiento y reajuste en tasas de interés.
- Considerando el objetivo planteado para la EDMP, la estrategia S4 es la que minimiza el costo del portafolio de deuda pública, además de ser la más robusta si se consideran los riesgos asociados a posibles shocks de variables de mercado, adicionalmente se debe considerar que esta estrategia incorpora dos lineamientos importantes del COIDEP, otorga preferencia al financiamiento externo y diversifica las fuentes del mismo.
- La estrategia S2 es la segunda opción menos cara y su ventaja respecto de S4 es que presenta un menor riesgo de refinanciamiento y menor riesgo a reajustes en tasas de interés toda vez que incorpora una mayor proporción de deuda a tasa fija. Finalmente la estrategia S3, si bien es la más costosa, cumple con los lineamientos del COIDEP de desarrollar más el mercado doméstico de títulos y mayor acceso a mercados financieros internacionales, adicionalmente es la estrategia que minimiza el riesgo de refinanciamiento y reajuste en tasas de interés, toda vez que cuenta con la mayor proporción de deuda a tasa fija.

- Dado el trade-off que existe entre costos y riesgos, como sucede en todos los países que realizan un análisis de EDMP basados en la herramienta MTDS, si consideramos el objetivo de minimizar costos, S4 sería la mejor estrategia, además de ser la estrategia más robusta introduciendo shocks de mercado. La estrategia S2, también surge como una opción que si bien es más costosa que S4, compensa esta su desventaja con una menor exposición a riesgos de refinanciamiento y reajuste a tasas de interés.

## BIBLIOGRAFÍA

1. ALIDE. (2012). Directorio de Fuentes de Financiamiento Internacional. Lima-Perú.
2. Banco Interamericano de Desarrollo. (2014). Evaluación de Sostenibilidad Macroeconómica (MSA) BO-MSA-2014. Bolivia.
3. Banco Mundial, & Fondo Monetario Internacional. (2009). Formulación de una estrategia de gestión de la deuda a mediano plazo.
4. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional. (2012). Marco de Estrategia de Mediano Plazo para la Gestión de la Deuda Pública.
5. Debt Management Office of Nigeria. (2012). Nigeria's Medium-Term Debt Management Strategy 2012-2015.
6. Estado Plurinacional de Bolivia. (2007). Decreto Supremo N° 29297 .
7. Estado Plurinacional de Bolivia. (2009). Constitución Política del Estado.
8. Estado Plurinacional de Bolivia. (s.f.). Ley N° 1178 de Administración y Control Gubernamentales- SAFCO. 1990.
9. Estado Plurinacional de Bolivia. (s.f.). Ley N° 2042 de Administración Presupuestaria. 1999.
10. Hoogdwin, L., Öztürk, B., & Wierds, P. (2010). Public Debt Managers' Behaviour: Interactions with Macro Policies. DNB Working Paper.
11. Huber, H., Pacheco, M., Villegas, C., Aguirre, A., & Delgadillo, H. (2001). La deuda externa de Bolivia: 125 años de renegociaciones y ¿Cuántos más? La Paz: CEDLA-OXFAM.
12. International Monetary Fund. (2014). Staff Report for the 2013 Article IV Consultation. IMF Country Report No. 14/36 .
13. Ministerio de Economía y Finanzas Públicas. (2014). Boletín de Estadísticas de la Deuda Pública del TGN 2013.
14. Ministerio de Economía y Finanzas Públicas. (s.f.). Lineamientos de Estrategias de Endeudamiento Público. 2010.
15. Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2013). Estrategia de Gestión de Deuda de Mediano Plazo de la Nación. Colombia.

16. Ministry of Finance- The United Republic of Tanzania. (2013). Medium Term Debt Management Strategy.
17. Tesouro Nacional. (2011). The process of federal public strategic planning.
18. Treasury of Kenya. (2012). Medium Term Debt Management Strategy 2012/13 – 2014/15.
19. World Bank and International Monetary Fund. (2009). DEVELOPING A MEDIUM-TERM DEBT MANAGEMENT STRATEGY (MTDS): THE ANALYTICAL TOOL.