

Un Giro Económico para Bolivia: Logros Macroeconómicos Iniciales y Desafíos Pendientes

Guillermo Arcay, Fernando García, Lucila Venturi,
Alejandro Werner, y Ricardo Hausmann



Growth Lab Working Paper Series
No. 262

**Abril
2026**

GROWTH LAB
HARVARD KENNEDY SCHOOL
79 JFK STREET
CAMBRIDGE, MA 02138

GROWTHLAB.HKS.HARVARD.EDU

Statements and views expressed in this report are solely those of the author(s) and do not imply endorsement by Harvard University, Harvard Kennedy School, or the Growth Lab.

© Copyright 2026 Arcay, Guillermo; García, Fernando; Venturi, Lucila; Werner, Alejandro; Hausmann, Ricardo; and the President and Fellows of Harvard College

This paper may be referenced as follows: Arcay, G., García, F., Venturi, L., Werner, A., Hausmann, R. (2026). “Un Giro Económico para Bolivia: Logros Macroeconómicos Iniciales y Desafíos Pendientes.” Growth Lab Working Paper, John F. Kennedy School of Government, Harvard University.

Sobre el Growth Lab

El [Growth Lab de la Universidad de Harvard](#) es un equipo multidisciplinario liderado por el profesor Ricardo Hausmann que trabaja en la frontera de la investigación sobre crecimiento económico y política de desarrollo. El Lab combina investigación académica con trabajo aplicado en países y regiones específicos, buscando entender los procesos que impulsan el crecimiento, identificar los principales obstáculos y detectar oportunidades de diversificación concretas. A lo largo de los años, se ha posicionado como referente global en la materia, con contribuciones que incluyen el Diagnóstico de Crecimiento, la Complejidad Económica y el Crecimiento Verde: herramientas y enfoques que hoy utilizan gobiernos, organismos internacionales y académicos de todo el mundo. En línea con la misión de la Escuela de Gobierno John F. Kennedy de Harvard, el Lab apunta a fortalecer las capacidades institucionales para el diseño de políticas económicas que permitan a más países y comunidades alcanzar un crecimiento sólido, sostenible e inclusivo.

Sobre la Serie

La serie "Un giro económico para Bolivia", elaborada por el Growth Lab, está compuesta por siete documentos: (1) Principales hallazgos y prioridades de reforma (Hausmann et al., 2026), que integra y sintetiza los seis estudios temáticos de la serie; (2) La Gestación de la Crisis Macroeconómica (García et al., 2026); (3) Logros Macroeconómicos Iniciales y Desafíos Pendientes (Arcay et al., 2026); (4) Revitalizando del Sector Energético (Lamby et al., 2026); (5) Liberando el Potencial Minero y del Litio (Lamby & Hausmann, 2026); (6) Oportunidades y Desafíos en Agricultura (Shah & Hausmann, 2026); y (7) Un Diagnóstico de Crecimiento del Sector Turístico (Freeman & Hausmann, 2026). Ver Referencias.

Agradecimientos

Este informe es el resultado de dieciocho meses de investigación independiente en Bolivia, y no habría sido posible sin el compromiso y los aportes de numerosas personas e instituciones, a quienes agradecemos su tiempo, su conocimiento y su vocación. La iniciativa fue financiada gracias a una generosa donación del empresario boliviano-estadounidense Marcelo Claire, quien no tuvo injerencia alguna en el diseño, la ejecución ni las conclusiones de la investigación. Agradecemos también a Marcelo Trigo y Bolivia 360, cuyo apoyo constante fue clave para tender puentes con actores relevantes del sector público, el sector privado y la sociedad civil.

Agradecemos también a los funcionarios públicos, organismos internacionales, empresarios, cámaras sectoriales, referentes de la sociedad civil, y expertos académicos y técnicos de todo el país que compartieron con nosotros su experiencia y su visión. Son demasiados para mencionarlos uno a uno, pero su disposición y apertura fueron fundamentales para la calidad de esta investigación. Por último, agradecemos a los Fellows del Growth Lab Lili Vessereau, Martina Cometti y Ricardo Benzecry por sus importantes contribuciones analíticas al proyecto, así como a nuestros colegas del Growth Lab por su apoyo intelectual permanente a lo largo de todo el proceso.

Las opiniones vertidas en este informe son exclusivamente las de sus autores y no necesariamente representan las posiciones de las personas e instituciones aquí mencionadas.

Nota sobre los datos y la información utilizada

Este informe se basa exclusivamente en información y estadísticas de acceso público disponibles al momento de su elaboración. Las bases de datos oficiales de Bolivia presentan con frecuencia problemas de actualización, cobertura o publicación oportuna, lo que limita la precisión de algunas estimaciones. Cuando fue posible, estas limitaciones se compensaron con fuentes secundarias, series históricas o datos internacionalmente comparables, aunque ciertas cifras deben leerse como aproximaciones y no como valores definitivos. En esos casos, se aplicó criterio técnico en la construcción de los números y cálculos incluidos en el informe, y los cambios o novedades ocurridos después del 21 de abril de 2026 no están reflejados en este documento.

Nota sobre la traducción

Este informe fue traducido al español con asistencia de inteligencia artificial y posteriormente revisado para mayor claridad. Aunque se ha procurado preservar la precisión del contenido original, podrían existir leves diferencias de redacción con la versión en inglés.

Tabla de Contenidos

Resumen Ejecutivo.....	5
1. Introducción	7
2. Contextualización del Desafío de Estabilización Boliviano en su Inicio	11
3. La Crisis Evitada: Un Escenario Contrafactual de Continuidad Política.....	16
4. La Trayectoria Actual: Lo que las Reformas Iniciales Lograron y Qué les Falta	25
4.1. Decisiones de Política durante la Nueva Administración	25
4.2. Desempeño Macroeconómico Esperado bajo las Nuevas Reformas	29
5. Hitos Pendientes en la Ruta Hacia la Estabilidad y el Crecimiento	37
6. Conclusión.....	43
Bibliografía	46

Resumen Ejecutivo

Se evalúan las perspectivas de Bolivia contrastando escenarios macro-financieros que abordan tres preguntas: qué tan grave habría sido la crisis bajo continuidad de políticas sin ninguna reforma, qué ha logrado el paquete inicial de reformas del nuevo gobierno, y qué pasos adicionales quedan por recorrer. La crisis macroeconómica de Bolivia originó en errores de política y desbalances macroeconómicos acumulados durante más de una década. La inestabilidad fue postergada gastando amplias reservas internacionales, y solo se materializó una vez que las reservas líquidas se agotaron en 2023, desencadenando una contracción de importaciones, el surgimiento de un mercado cambiario paralelo, escasez de combustibles y una inflación que se aceleró hasta alcanzar una tasa anualizada del 84% en junio de 2025¹. Una transición política en el segundo semestre de 2025 abrió la posibilidad de una estabilización, y el nuevo gobierno ya ha dado pasos iniciales importantes en esa dirección. Aunque dichos pasos fueron necesarios pero no suficientes, Bolivia aún está a tiempo de implementar un conjunto específico y factible de reformas adicionales que podrían cerrar las brechas restantes.

En ausencia de reformas, Bolivia estaba al borde de un círculo vicioso de crisis que habría resultado en un colapso económico, inestabilidad y una alta probabilidad de cesación de pagos externos. En un escenario de continuidad de las políticas previas y cero reformas, el modelo macro-financiero proyecta que se habría dado una caída mayor al 25% en las importaciones no energéticas y una contracción del PIB superior al 5% en 2026, impulsada por la presión combinada de una caída de exportaciones y salidas financieras netas. El tipo de cambio se habría depreciado abruptamente en la medida que la crisis de balanza de pagos racionara las importaciones. La crisis externa se transmitiría hacia las cuentas fiscales a través del aumento vertiginoso de los subsidios energéticos y los costos del servicio de la deuda externa, asociados a la depreciación cambiaria. Los déficits fiscales resultantes habrían superado la capacidad de financiamiento combinada del sistema de pensiones y los mercados de deuda interna, requiriendo expansiones porcentuales anuales de la base monetaria de tres dígitos. Probablemente estas expansiones monetarias rebasarían los límites factibles del impuesto inflacionario, desencadenando un colapso en la demanda de dinero. Los balances financieros del sistema de pensiones, los bancos comerciales y el Banco Central habrían sido erosionados progresivamente por la combinación de inflación acelerada y represión financiera.

El paquete inicial de reformas redujo significativamente los riesgos extremos inmediatos, pero las reformas implementadas o anunciadas hasta la fecha siguen siendo insuficientes para la estabilización. El nuevo gobierno restableció el suministro de combustibles, aseguró compromisos de financiamiento multilateral que superan los USD 9.000 millones a mediano plazo, redujo parcialmente los subsidios energéticos en un 44% en términos de dólares, centralizó y formalizó el mercado cambiario paralelo a través del sistema bancario, y resolvió el sobreendeudamiento en atrasos internos. La prima del mercado paralelo cayó de más del 120% en el verano de 2025 al 31% a mediados de diciembre. Bajo las condiciones actuales, se espera que las importaciones se recuperen cerca de los

¹ Equivalente anualizado de la tasa de inflación mensual correspondiente al mes de Junio de 2025.

niveles previos a la crisis y que el PIB real crezca sustancialmente en 2026. Sin embargo, el déficit fiscal esperado se mantiene cerca del 7% del PIB, de los cuales aproximadamente 3 puntos porcentuales requerirían financiamiento monetario en 2026 y 4,5% del PIB de 2027 en adelante, manteniendo la inflación cerca del 17%. Considerando el reciente choque a los precios petroleros, se espera que el déficit fiscal subiría a 10% del PIB, con una monetización de 6% del PIB e inflación cercana a 25%. Por otro lado, las inversiones del fondo de pensiones continúan siendo forzadas hacia deuda pública a tasas por debajo del mercado, el crédito privado sigue estancado, y el tipo de cambio de mercado parece estar sobrevaluado, con presiones a la depreciación que se espera afloren durante el segundo semestre de 2026 a medida que se agoten las fuentes de financiamiento externo líquido.

El desequilibrio fiscal restante puede cerrarse de manera sostenible mediante un conjunto específico y plausible de reformas adicionales. A pesar del ajuste inicial en los precios de los combustibles en diciembre y omitiendo el reciente choque a los precios internacionales de hidrocarburos, el costo de oportunidad fiscal de los subsidios a los combustibles aún se valoraba en 3,3% del PIB, y los subsidios al gas natural representaban un 2,2% adicional del PIB. Considerando el choque internacional esas cifras ascienden a 7,4% y 2,9% respectivamente. La inversión pública no financiada por multilaterales permanece cerca de 2,1% del PIB. La eliminación de los subsidios energéticos restantes combinada con una congelación de los proyectos de inversión no estratégicos, acompañada de transferencias compensatorias en efectivo, sería plausible, eficiente y suficiente para alcanzar la sostenibilidad fiscal. La aritmética fiscal es compleja porque reducir la monetización también evitaría la erosión inducida por la inflación de los salarios y las transferencias que se esperaba ocurriera en el escenario contrafactual sin reformas, por lo que el ajuste en otras cuentas debería ser 1,4 puntos del PIB más alto de lo que implica el déficit global.

Completar la estabilización también requiere formalizar un régimen cambiario creíble, reconstruir reservas y resolver las vulnerabilidades heredadas en los balances financieros. El tipo de cambio oficial debe eventualmente unificarse hacia un nivel determinado por el mercado, que estará menos sobrevaluado que el tipo de cambio de referencia actual una vez que se agoten las fuentes de financiamiento externo líquido y el sector público recurra a compras de divisas al sector privado. Actualmente la incertidumbre sobre las cuentas fiscales, la trayectoria de las exportaciones y el calendario de desembolsos multilaterales actualmente impide que el Banco Central defina una trayectoria cambiaria consistente con el equilibrio, lo que hace que la aprobación oportuna de las reformas fiscales, la legislación sectorial y la finalización de los acuerdos multilaterales sea una condición previa para el diseño del régimen cambiario. Además, las reservas internacionales deben reponerse hasta un nivel que brinde protección creíble frente a shocks, teniendo en cuenta que aproximadamente un tercio de las reservas de oro están comprometidas para liquidar contratos de venta de oro a futuro del gobierno anterior. Un programa del FMI fortalecería sustancialmente el marco de estabilización brindando asistencia para la acumulación de reservas, reduciendo el riesgo país, y transformando el financiamiento multilateral de préstamos atados a proyectos hacia apoyo directo de liquidez. Por otro lado, las cuentas por pagar atrasadas en dólares y los pasivos del banco central requieren una resolución coherente para evitar que los problemas de acervo socaven la

estabilización de los flujos. Finalmente, la represión financiera solo debe dismantelarse en una secuencia deliberada, con cada paso condicionado a la credibilidad establecida por el anterior.

Los pasos iniciales han ganado tiempo y credibilidad, pero la ventana para completar las reformas de estabilización podría cerrarse si se posponen las reformas adicionales. El paquete inicial de reformas ha alejado decisivamente a Bolivia de la trayectoria catastrófica de su escenario contrafactual, y el gobierno mantiene un menú factible de instrumentos para cerrar las brechas fiscales y externas restantes. Las metas identificadas no son adiciones opcionales a un programa de estabilización; son las condiciones que definen la estabilización en sí misma. Varios hitos pondrán a prueba el programa de estabilización: las renegociaciones salariales de mayo, la reestructuración del subsidio a los combustibles en junio, el avance en la legislación sectorial y el anuncio de un acuerdo con el FMI. Además, el financiamiento externo líquido podría agotarse en el segundo semestre, y los subsidios energéticos ya están siendo presionados nuevamente debido a la turbulencia en los mercados petroleros internacionales. Cuanto más se difieran las reformas, mayor será el riesgo de que los logros del paquete inicial sean erosionados por los mismos desequilibrios que se diseñaron para abordar.

1. Introducción

Durante los años 2000, el auge de las exportaciones de gas natural impulsó una década de crecimiento y expansión fiscal en Bolivia, pero los cimientos de ese motor de crecimiento resultarían frágiles. Tras la hiperinflación de los años ochenta, Bolivia implementó un paquete de reformas de liberalización que incluyó la apertura de las industrias de hidrocarburos y minería. La liberalización de hidrocarburos derivó en un acuerdo para suministrar gas a Brasil y la inauguración del gasoducto Gasbol en 1999. El gasoducto ancló la demanda e hizo rentable la exploración, lo que resultó en un aumento de ocho veces en las reservas certificadas de gas natural entre 1998 y 2003². El volumen de producción se expandió en los años 2000, y en esa década la industria también se benefició de precios internacionales que fueron en promedio un 170% más altos que en los noventa. Así, Bolivia experimentó un auge impulsado por las exportaciones de gas natural, y lo acompañó con una expansión del Estado. La política relativamente cautelosa del Banco Central brindó una base estable a ese crecimiento: se acumuló aproximadamente la mitad del PIB en reservas internacionales hacia 2009³ y se fijó el tipo de cambio en 2011, con amplio margen para sostenerlo. Sin embargo, las decisiones de política que más tarde desharían este modelo de crecimiento ya estaban en marcha.

El auge del gas natural se revirtió abruptamente tras la nacionalización y el colapso de los precios internacionales; pero en lugar de ajustar su gasto las autoridades se financiaron con las reservas durante casi una década hasta agotarlas en 2023. El gobierno nacionalizó la industria del gas natural en 2006⁴ y consolidó esta reforma en una nueva constitución tres años después. Las inversiones exploratorias y productivas se redujeron a medida que el capital privado fue desalentado,

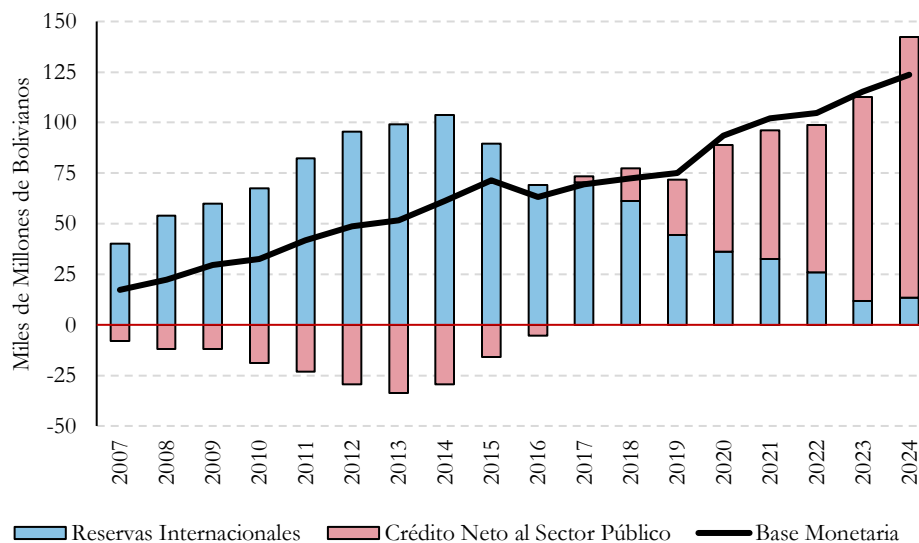
² Estimación del auto ren base a Ryder Scott y Fundación Jubileo, quienes utilizan datos de YPF y MHE.

³ Banco Central de Bolivia, datos de reservas internacionales.

⁴ La nacionalización se llevó a cabo mediant el Decreto Supremo No. 28701 "Héroes del Chaco," firmado por el Presidente Evo Morales el primero de Mayo de 2006, el cual transfirió la propiedad, el control, y la comercialización de toda la producción de hidrocarburos al Estado vía YPF.

y la producción de gas natural comenzó a declinar en 2015⁵. Al mismo tiempo, cuando el superciclo de materias primas llegó a su fin en 2014, la industria sufrió una fuerte caída en los precios internacionales y las brechas en los balances externo y fiscal se ensancharon en Bolivia. La caída en los ingresos no fue seguida de ningún ajuste significativo en el gasto público, y los déficits fiscales y externos resultantes se financiaron mediante una reducción sostenida de las reservas internacionales. Las vastas reservas acumuladas en los años 2000 permitieron que esta estrategia continuara durante casi una década (Figura 1), hasta que las reservas líquidas finalmente se agotaron en 2023 y la crisis estalló.

Figura 1: Origen de la Base Monetaria, Cuentas Seleccionadas



Fuente: Cálculo del autor basado en el Banco Central de Bolivia.

El agotamiento de las reservas líquidas fue seguido de escasez de divisas, inestabilidad cambiaria e inflación acelerada, mientras las autoridades recurrieron a mecanismos de financiamiento cada vez más distorsionantes para cubrir el déficit. Con las reservas agotadas, el gobierno recurrió a tres fuentes de financiamiento distorsionantes. La primera fue el desplazamiento del ahorro privado a través de Gestora, una pequeña administradora de pensiones pública que tomó el control de toda la cartera del sistema de pensiones del sector privado en mayo de 2023⁶, destinando prácticamente todos los fondos invertibles a la compra de deuda pública a tasas de interés reales negativas. Si Gestora hubiese tenido rendimientos reales del 0% desde mayo de 2023, su cartera habría sido un 20% mayor en octubre de 2025 de lo que realmente fue (una brecha equivalente al 11% del PIB)⁷. Este mecanismo es un patrón ampliamente estudiado, al que recurren frecuentemente los gobiernos en dificultades fiscales para licuar el valor real de sus deudas internas (Reinhart y Sbrancia, 2015). La segunda herramienta de financiamiento fue el desplazamiento del crédito privado a través

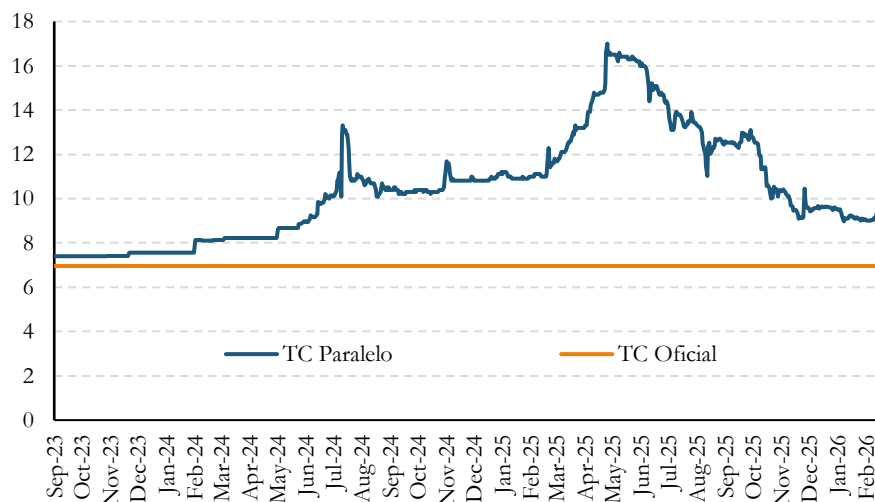
⁵ Agencia Nacional de Hidrocarburos.

⁶ Bloomberg. "[AFP a Gestora: Estado boliviano toma control total sobre jubilaciones desde este lunes](#)". Mayo, 2023.

⁷ Cálculos del autor en base a Autoridad de Fiscalización y Control de Pensiones y Seguros (APS).

del Banco Central, que emitió instrumentos de deuda a los bancos comerciales a tasas de interés relativamente más altas, acumulando obligaciones equivalentes al 7% del PIB en apenas dos años⁸. Aun así, estas fuentes no pudieron cubrir un déficit fiscal superior al 10% del PIB, y el residual se financió mediante emisión monetaria: la base monetaria creció un 18% en 2023 y un 14% en 2024, en comparación con apenas el 1% en 2022⁹. En el frente externo, el racionamiento de divisas provocó escasez de importaciones y controles de capital, lo que empujó la mayor parte de las transacciones del sector privado hacia un mercado cambiario paralelo cuya prima sobre el tipo de cambio oficial promedió el 37% en 2024 y el 91% en el primer semestre de 2025¹⁰. El sector público también acumuló aproximadamente USD 2.600 millones en pagos atrasados¹¹ con importadores y empresas extranjeras, mientras que la escasez de combustibles paralizaba el transporte en todo el país. En el frente interno, el gobierno acumuló pagos atrasados en bolivianos equivalentes a aproximadamente el 4% del PIB. La inestabilidad alcanzó su punto máximo en junio de 2025, cuando la inflación mensual superó el 5% (equivalente a una tasa anualizada del 84%¹²), la prima del mercado paralelo llegó al 120%¹³ y la grave escasez de combustibles paralizaba a los transportistas durante días¹⁴. Los episodios de alta inflación documentados en la literatura frecuentemente exhiben patrones inerciales y auto-reforzantes (Dornbusch, Sturzenegger y Wolf, 1990), y Bolivia estaba al borde de entrar en esa dinámica perversa, en la que las expectativas negativas impulsaban la fuga de capitales, que a su vez empeorara las expectativas.

Figura 2: Tipo de Cambio Oficial y Paralelo



⁸ Banco Central de Bolivia.

⁹ Banco Central de Bolivia.

¹⁰ Cálculos del autor basados en dolarbluebolivia.click y Banco Central de Bolivia.

¹¹ Banco Central de Bolivia.

¹² Cálculos del autor basados en Instituto Nacional de Estadísticas de Bolivia.

¹³ Cálculos del autor basados en dolarbluebolivia.click y Banco Central de Bolivia.

¹⁴ Visión 360. "[Choferes y transporte pesado confirman movilizaciones y paro para el 3 de junio ante la escasez de combustible.](#)" 29 de mayo de 2025.

Fuente: Cálculos del autor basados en dolarbluebolivia.click y Banco Central de Bolivia.

Una transición política en el segundo semestre de 2025 abrió una ventana para la estabilización, y las reformas iniciales del nuevo gobierno redujeron los riesgos extremos inmediatos, pero el proceso permanece incompleto. Las expectativas comenzaron a revertirse en julio de 2025 en anticipación a las elecciones generales programadas para agosto. Los candidatos de la oposición ganaron por un amplio margen¹⁵ y tomaron posesión el 8 de noviembre. Actuaron con rapidez: restablecieron el suministro nacional de combustibles mediante acuerdos con comercializadores de materias primas y financiamiento puente del Banco de Exportaciones e Importaciones de los Estados Unidos¹⁶; aseguraron compromisos de financiamiento multilateral plurianual con CAF¹⁷, FONPLATA¹⁸ y el BID¹⁹; redujeron parcialmente los subsidios energéticos; congelaron parcialmente la masa salarial; esterilizaron el pago de los atrasos internos; y centralizaron el mercado cambiario paralelo semi-formal a través del sistema bancario con un precio de referencia transparente. Estas medidas redujeron los riesgos extremos inmediatos y anclaron las expectativas de tal forma que la prima del mercado paralelo cayó al 31% a mediados de diciembre. Sin embargo, aunque las reformas realizadas hasta la fecha han sido necesarias, no son suficientes para estabilizar plenamente a Bolivia y colocarla en una senda de crecimiento sostenible.

El resto de este trabajo desarrolla dichos argumentos de la siguiente manera: la Sección 2 contextualiza la magnitud del desafío de estabilización de Bolivia frente al conjunto de episodios de crisis internacionales con programa del FMI e identifica algunas de sus características distintivas, incluidas las condiciones para un ajuste expansivo y los contornos del programa de estabilización requerido. Las Secciones 3 a 5 utilizan un marco de modelado macro-financiero para evaluar tres escenarios distintos para la economía boliviana. La Sección 3 explora un escenario contrafactual de continuidad de políticas para establecer cuán grave podría haber sido la crisis en ausencia de reformas. La Sección 4 incorpora las reformas que el nuevo gobierno ha implementado o anunciado hasta la fecha y muestra que si bien la trayectoria actual evita los peores resultados, el déficit fiscal restante aún requiere financiamiento monetario y de Gestora, y el equilibrio externo permanece vulnerable. La Sección 5 identifica los hitos adicionales necesarios para completar la estabilización, analiza los instrumentos factibles para alcanzarlos y presenta un escenario alternativo en el que Bolivia culmina el proceso de estabilización y entra en una senda de crecimiento sostenible.

¹⁵ Órgano Electoral Plurinacional de Bolivia.

¹⁶ Export-Import Bank of the United States (EXIM). "[Bolivia's Moment of Opportunity is America's Moment to Lead.](#)" 12 de noviembre de 2025.

¹⁷ CAF – Banco de Desarrollo de América Latina. "[CAF aprueba préstamo de liquidez por USD 550 millones en apoyo a Bolivia.](#)" 17 de noviembre de 2025.

¹⁸ FONPLATA. "[FONPLATA afirma su apoyo a Bolivia y su Desarrollo](#)". Diciembre, 2025.

¹⁹ BID. "[Grupo BID y Bolivia acuerdan un paquete de apoyo de US\\$4.500 millones](#)". Enero, 2026.

2. Contextualización del Desafío de Estabilización Boliviano en su Inicio

La crisis macroeconómica de Bolivia se encuentra entre las más graves de las últimas décadas, pero la estructura de sus cuentas fiscales ofrece palancas de ajuste inusualmente amplias, y sus condiciones la hacen compatible con una estabilización expansiva. Esta sección contextualiza la magnitud del desafío de estabilización utilizando evidencia comparativa de programas históricos del FMI en el siglo XXI, identifica las características distintivas de la posición fiscal y externa de Bolivia que condicionan las opciones de estabilización, y esboza las condiciones previas para un programa de estabilización que se evalúan en el resto del artículo. La consolidación fiscal requerida es dramática, pero Bolivia ingresó a la crisis con grandes palancas de ajuste suficientes para estabilizarse. Además, el desequilibrio actual de la economía involucra exceso de demanda y una oferta inelástica restringida por importaciones, lo que significa que una consolidación fiscal acompañada de financiamiento externo podría reducir la inflación al mismo tiempo que expande la actividad económica privada.

El déficit fiscal y la caída de ingresos de Bolivia la sitúan en el extremo de los episodios históricos de crisis que han requerido intervención del FMI. Utilizando datos de eventos de la base de datos de *Monitoring of Fund Arrangements* (MONA) del FMI y datos macroeconómicos del *World Economic Outlook*, comparamos la posición fiscal de Bolivia en 2025 con aquella en la distribución de episodios de crisis que tuvieron un programa con el FMI²⁰. La muestra cubre casos desde el año 2000 y excluye aquellos con programas preventivos de baja severidad. Se estima que el déficit fiscal de Bolivia habría alcanzado el 17% del PIB en 2025 de no haberse producido la reversión de expectativas que apreció el tipo de cambio en el verano, principalmente impulsado por el impacto de la depreciación del tipo de cambio sobre los subsidios energéticos. Aun tomando el déficit fiscal efectivo de Bolivia del 12,2% del PIB en 2025²¹, éste se ubica entre el 4% de casos más severos en la muestra (Figura 3). Excluyendo 4 islas²², solo 3 países iniciaron un programa del FMI con un déficit fiscal más grave que el de Bolivia en 2025, y todos atravesaban conflictos violentos: Irak (2004, 2016), Ucrania (2022) y Burundi (2003). La caída en los ingresos fiscales de Bolivia también se encuentra en el extremo de la distribución de episodios de crisis con programas del FMI en este siglo. Los ingresos fiscales de Bolivia cayeron de un máximo del 40% del PIB en 2014 a apenas el 23,5% del PIB en 2025 (-16,5 pp del PIB)²³. Solo Chipre experimentó un shock considerablemente mayor antes de suscribir un programa con el FMI, cuando sus ingresos fiscales se derrumbaron 23 pp del PIB (de 2008 a 2009) durante la crisis financiera global. Quizás el caso más similar al de Bolivia fue Angola, un exportador de hidrocarburos cuyos ingresos fiscales cayeron del 25,6% del PIB en 2008 al 9,2% del PIB en 2018 (-16,4 pp), pasando por dos programas del FMI en el proceso. La combinación de un déficit excepcionalmente elevado y una base de ingresos erosionada implica que cerrar la brecha fiscal requerirá ajustes del gasto de una escala extraordinaria que pocos países han tenido que acometer.

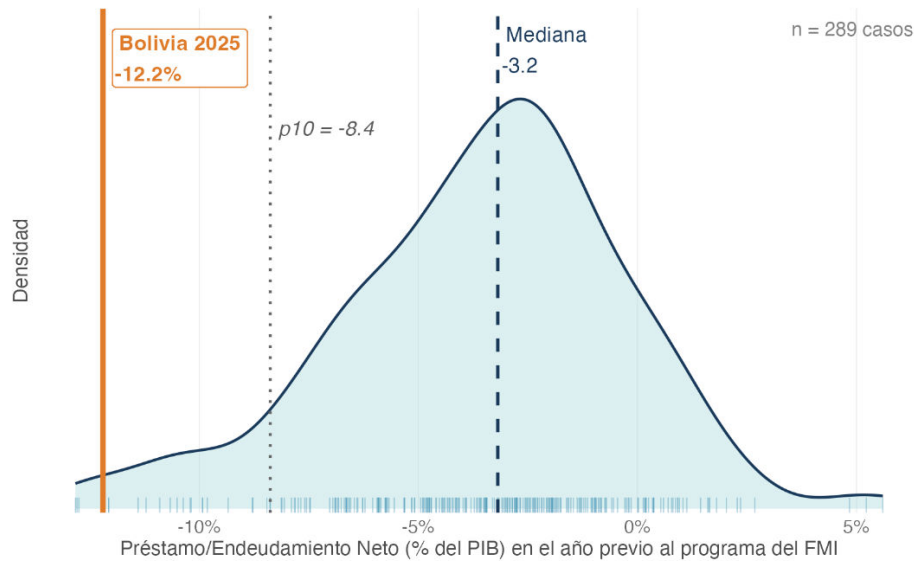
²⁰ Tomando el valor correspondiente al año previo a la suscripción de su respectivo acuerdo con el FMI.

²¹ Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP).

²² São Tomé and Príncipe (2004, 2009), Maldivas (2009), Antigua and Barbuda (2009), y Seychelles (2020).

²³ Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP).

Figura 3: Déficit Fiscal de Bolivia Comparado con la Distribución de Episodios con Programa del FMI



Fuente: Cálculo del autor basado en la base de datos de Monitoreo de Acuerdos del Fondo (MONA) del Fondo Monetario Internacional, las Perspectivas de la Economía Mundial y las cuentas fiscales estimadas de Bolivia basadas en el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

La crisis de balanza de pagos de Bolivia estaba en curso antes de que comenzaran las reformas de estabilización, evidenciada por una fuerte contracción de importaciones y el casi total agotamiento de las reservas internacionales. Las importaciones de Bolivia cayeron un 16% entre 2023 y 2025²⁴, situándola entre el 10% de episodios más graves con programa del FMI²⁵. Bolivia partió de una posición en la que la economía ya se había visto obligada a racionar importaciones durante años, con graves consecuencias para la logística, la agricultura, la minería y la manufactura. Las importaciones de bienes de capital ya habían caído un 35%, mientras que las importaciones de bienes intermedios para la agricultura, la construcción y el equipo de transporte se habían reducido un 20%, un 28% y un 19%, respectivamente, entre 2023 y 2025²⁶. La posición externa se distinguía además por la casi total ausencia de un colchón de reservas. Entre 2015 y 2025, las reservas internacionales de Bolivia cayeron un 98%, muy por debajo del umbral del decil inferior (-59,5%) entre los episodios con programas del FMI. Para 2025, las reservas líquidas en Bolivia eran efectivamente cero²⁷. Las reservas ilíquidas restantes consistían en aproximadamente 22 toneladas de oro, pero la ley boliviana exige que un mínimo de 22 toneladas permanezca en reservas en todo momento, atrapándolas legalmente. Además, 6,6 de esas toneladas ya habían sido pre-ventas mediante contratos de futuros por la administración anterior, dejando efectivamente 15,6 toneladas en las reservas que a su vez son legalmente invendibles. El Banco Central ingresó, por tanto, al proceso de estabilización sin ningún

²⁴ Basado en datos del Banco Central de Bolivia, comparando los primeros 9 meses del 2023 con aquellos en 2025.

²⁵ Estimado en base a la contracción de importaciones entre el cuarto año previo a un programa del FMI y el año previo al programa, excluyendo casos con acuerdos preventivos.

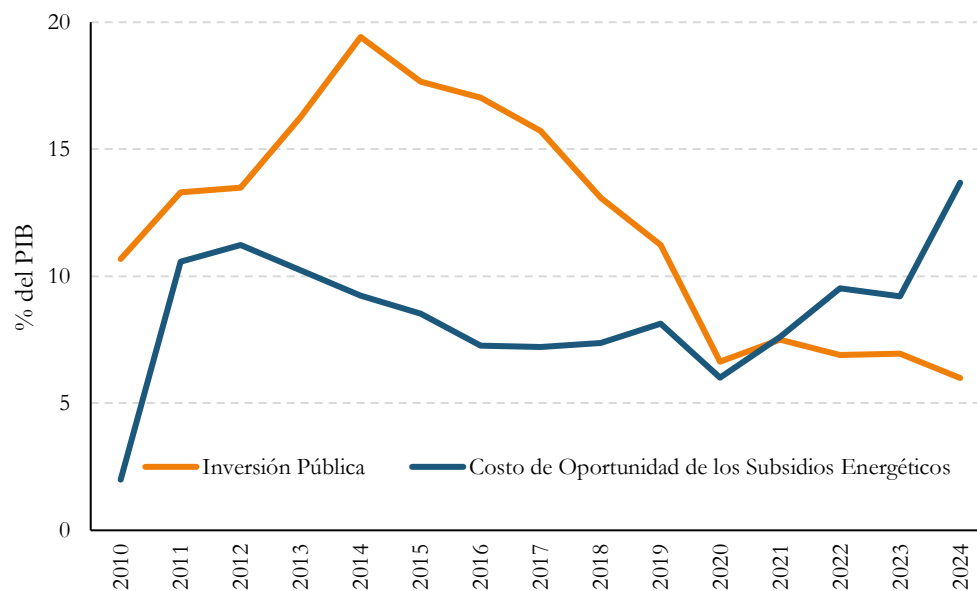
²⁶ Basado en datos del Banco Central de Bolivia, comparando los primeros 9 meses del 2023 con aquellos en 2025.

²⁷ Solo USD 51 millones en noviembre de 2025 antes de que CAF desembolsara su tramo inicial de liquidez.

colchón utilizable frente a shocks. Bolivia necesita financiamiento externo no solo para apoyar una normalización de sus importaciones, sino también para reponer sus reservas, un requisito dual que la distingue de otros casos históricos.

A pesar de la gravedad de estos desequilibrios, Bolivia ingresó al proceso de estabilización con dos cuentas de gasto inusualmente grandes e ineficientes que hacen técnicamente alcanzable el ajuste fiscal requerido. La Figura 4 muestra la evolución de la inversión pública y los subsidios energéticos en Bolivia. El costo de oportunidad de los subsidios energéticos, incluidos tanto los combustibles como el gas natural, se estimó en aproximadamente el 12% del PIB en 2024 y el 14% del PIB en 2025²⁸. Su eliminación por sí sola cerraría la mayor parte de la brecha fiscal, al tiempo que suprimiría el contrabando de combustibles y abriría el mercado interno a la competencia. La inversión pública en Bolivia promedió el 11% del PIB entre 2010 y 2024²⁹, mientras que América Latina promedió el 4%. A pesar de retornos consistentemente bajos, la inversión pública sigue siendo elevada para los estándares regionales. Una proporción significativa de la inversión se dirige hacia empresas estatales y proyectos con escaso rendimiento económico. En conjunto, estas dos cuentas proporcionan un espacio de ajuste más que suficiente para alcanzar una posición fiscal sostenible. La Sección 4 analiza cómo las reformas recientes han impactado ambas cuentas, y la Sección 5 examina su potencial latente como palancas de estabilización fiscal.

Figura 4: Inversión Pública y Costo de Oportunidad de los Subsidios Energéticos



Fuente: Cálculo del autor basado en el Banco Central de Bolivia, Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y la Agencia Nacional de Hidrocarburos.

²⁸ Cálculos del autor basados en datos de la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH).

²⁹ Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP).

Las renegociaciones salariales podrían representar una amenaza para la consolidación fiscal, dado el elevado tamaño de la masa salarial del sector público y la correspondiente prima salarial. Aunque el número de empleados del sector público en Bolivia no es desproporcionadamente alto en comparación con sus pares regionales, su prima salarial es sustancial. Los empleados públicos ganan, en promedio, un 39% más por hora que trabajadores formales comparables del sector privado. Si bien parte de ello se explica por diferencias en sus características (niveles promedio más altos de educación y experiencia en el sector público), 20 puntos porcentuales no se explican por las diferencias composicionales entre ambos sectores³⁰. Un componente inexplicado de tal magnitud sugiere la presencia de distorsiones estructurales en la fijación de salarios, probablemente vinculadas a procesos de negociación politizados, la ausencia de remuneración basada en el desempeño o rigideces institucionales. Esto significa que la masa salarial tiene un peso fiscal significativo no por el número de empleados, sino por los niveles de remuneración. Las renegociaciones salariales anuales que tienen lugar entre abril y mayo representan un riesgo fiscal recurrente: todo programa de estabilización debe garantizar que los acuerdos salariales no erosionen los logros de consolidación fiscal provenientes de la reforma de subsidios y los recortes a la inversión. El gobierno debería abordar las negociaciones con plena conciencia de que los trabajadores del sector público ya perciben una remuneración significativamente superior a la de empleados comparables del sector privado, y considerando que aumentos salariales que no permitan cerrar el déficit fiscal generarían inflación y erosionarían esos salarios meses después.

El mercado cambiario boliviano también presenta características institucionales distintivas que condicionarán el desarrollo del ajuste. Cuando la paridad del boliviano colapsó en 2023, el sector privado transitó hacia un régimen de tipo de cambio flexible altamente y vulnerable a la volatilidad de los flujos de capital. El gobierno tenía un gran déficit de divisas, que resolvía comprando divisas baratas al sector privado de manera indirecta a través de un mecanismo opaco en el que los mineros artesanales de oro debían vender su producto a una empresa estatal a la valuación del tipo de cambio oficial, que luego era vendido al Banco Central para su comercialización en el exterior. En cuanto al sector privado, se permitió a los bancos comerciales intermediar transacciones cambiarias registrándolas a la tasa oficial en sus libros y ajustando esa tasa en la práctica mediante comisiones que permitían replicar la tasa paralela. Cuando los reguladores impusieron límites a esas comisiones, partes del mercado migraron hacia mercados sectoriales segmentados y hacia las criptomonedas. Con el tiempo, el precio en línea del USDT en bolivianos se convirtió en la referencia cambiaria informal a nivel nacional. Desde la entrada del nuevo gobierno se han implementado reformas orientadas a reducir las distorsiones y la fragmentación en este mercado, las cuales se analizan en la Sección 4. Sin embargo, el Banco Central aún no ha publicado el nuevo marco cambiario que regulará el tipo de cambio oficial a futuro. La Sección 5 analiza el estado actual del mercado cambiario y las posibles alternativas para un nuevo régimen.

³⁰ Cálculos del autor en base a la Encuesta Continua de Empleo 2Q24.

Las condiciones macroeconómicas en las que Bolivia inició su proceso de estabilización eran compatibles con las de una contracción fiscal expansiva desde el punto de vista económico.

Para cuando las nuevas autoridades bolivianas se preparaban para desarrollar un programa de estabilización, la economía presentaba exceso de demanda agregada y una oferta agregada inelástica restringida por la limitada capacidad de importación de la economía. Las importaciones se contrajeron abruptamente como consecuencia directa de la escasez de divisas, generando desabastecimiento que paralizó la logística, la agricultura y la minería. La inflación elevada y en ascenso, acompañada de financiamiento monetario de un déficit fiscal de dos dígitos, presentaban señales de una economía donde la demanda supera lo que la oferta restringida por divisas puede satisfacer. Bajo estas condiciones, se espera que la consolidación fiscal reduzca el exceso de demanda y sea desinflacionaria sin necesariamente deprimir el producto real. El impacto de una consolidación depende de cómo cambia la estructura de financiamiento del déficit. En el margen, un ajuste fiscal permite al sector público reducir primero el financiamiento monetario, bajando directamente el impuesto inflacionario. Si la consolidación es suficientemente grande, también libera al sistema de pensiones de las compras forzadas de deuda pública a tasas por debajo del mercado, permitiendo la normalización de la cartera de inversiones de las pensiones y restaurando sus inversiones tradicionales en depósitos a plazo en los bancos comerciales, lo cual apoya indirectamente la intermediación crediticia y la actividad del sector privado. La consolidación también podría reducir la necesidad de financiamiento indirecto a través de instrumentos del Banco Central, liberando los fondos que hoy invierte el sector bancario en dichos instrumentos e incrementando los fondos disponibles para el crédito privado. Una contracción fiscal acompañada de una expansión en la disponibilidad de divisas podría, por tanto, reducir simultáneamente la inflación, expandir el producto económico privado y comenzar a restaurar el sistema financiero. La experiencia desde que el nuevo gobierno tomó posesión a finales de 2025 es consistente con esta lógica: las autoridades han comenzado el ajuste fiscal mientras las importaciones se han expandido y la inflación se ha mantenido baja. La literatura clásica sobre consolidaciones expansivas enfatiza el canal de confianza: ajustes fiscales grandes y creíbles pueden aumentar el consumo y la inversión privada al reducir las expectativas de impuestos futuros (Giavazzi y Pagano, 1990; Alesina y Ardagna, 1998). En este caso, el ajuste fiscal puede fortalecer la confianza de los bancos multilaterales en la sostenibilidad del programa de estabilización, permitiéndoles incrementar su financiamiento externo a Bolivia y contribuyendo así a aliviar la restricción de importaciones sobre la oferta agregada.

Estas condiciones definen los contornos del programa de estabilización que Bolivia necesita.

En primer lugar, un ajuste fiscal de gran magnitud concentrado en el lado del gasto, apuntando a las tres cuentas identificadas anteriormente: subsidios energéticos, inversión pública no estratégica y contención de la masa salarial. La escala del ajuste es dramática, pero las palancas disponibles son suficientes para lograrlo. En segundo lugar, un programa del FMI (probablemente un *Extended Fund Facility* dada la gravedad de los desequilibrios de Bolivia en relación con los episodios históricos de programas) para brindar apoyo a la cuenta corriente, acumulación de reservas y un ancla creíble para las expectativas. La evidencia comparada presentada arriba ofrece argumentos sólidos de que la crisis de Bolivia calificaría para un programa sustancial, especialmente si las autoridades muestran

disposición a reformar. En tercer lugar, una resolución de la dependencia en el suministro de combustibles que actualmente deja al país dependiente de los mismos comercializadores a quienes les debe atrasos. Mientras el gobierno dependa de sus acreedores para el suministro de combustibles de la nación, no tiene margen para renegociar los términos de repago de dichos atrasos. Eliminar los subsidios a los combustibles restantes y abrir el mercado a nuevos participantes rompería esta dependencia, tras lo cual el gobierno podría reestructurar los atrasos desde una posición de fortaleza. En cuarto lugar, deben implementarse reformas estructurales y sectoriales que impulsen el crecimiento de las exportaciones, en particular en agricultura, turismo, minería e hidrocarburos, para garantizar que la balanza de pagos de Bolivia pueda sostenerse por sí misma una vez que se agoten los programas de financiamiento multilateral. Sin una trayectoria creíble de crecimiento exportador, el financiamiento externo correría el riesgo de convertirse en un puente hacia ningún lado.

A continuación se evalúan estas opciones de estabilización a través de escenarios macro-financieros que modelan y comparan tres trayectorias distintas para la economía boliviana.

El modelo sigue la metodología estándar del FMI, vinculando cuatro módulos centrales (el sector real, la balanza de pagos, las cuentas fiscales consolidadas y las cuentas monetarias) mediante identidades contables y parámetros de semielasticidad, complementados por módulos auxiliares sobre deuda, inflación, tipo de cambio, instituciones financieras y sectores exportadores clave. Permite evaluar distintas combinaciones de reformas y aproxima el tamaño y la composición del financiamiento internacional requerido para hacer que un conjunto determinado de reformas sea consistente con la estabilización. La Sección 3 aplica el modelo a un escenario contrafactual de continuidad de políticas, destacando la trayectoria catastrófica que Bolivia habría transitado en ausencia de reformas y estableciéndola como referencia para medir el impacto de las reformas. La Sección 4 incorpora las reformas que el nuevo gobierno ha implementado o anunciado hasta la fecha y muestra que si bien la trayectoria actual evita los peores resultados, el déficit fiscal restante aún requiere financiamiento monetario y de Gestora, y el balance externo permanece frágil. La Sección 5 identifica los hitos adicionales necesarios para completar la estabilización, evalúa los instrumentos disponibles para alcanzarlos y presenta un escenario alternativo estable para Bolivia bajo estas políticas adicionales.

3. La Crisis Evitada: Un Escenario Contrafactual de Continuidad Política

El desempeño macroeconómico futuro de Bolivia debe evaluarse en contraste con el que habría tenido en el escenario contrafactual de cero reformas, explorado en esta sección. La continuidad de políticas era un escenario probable. Durante la mayor parte de la campaña electoral de 2025, los mercados de predicción asignaban la mayor probabilidad de ganar a candidatos afines al partido gobernante³¹. Los mercados interpretaban ese resultado como sinónimo de continuidad de políticas y, por tanto, de continuidad de la crisis. Las salidas de capital se agravaron en reacción y la prima del mercado paralelo fue empujada por encima del 120%, hasta que los vientos políticos y las expectativas del mercado se revirtieron apenas dos meses antes de las elecciones generales. Tras haber ostentado el poder político sobre Bolivia casi sin interrupciones desde 2006, el partido gobernante

³¹ Mercado de futuros “[Bolivia Presidential Election](#)” en Polymarket.com.

sufrió una derrota contundente en las elecciones generales de agosto de 2025, acumulando solo el 12% del voto presidencial, el 8% de los escaños en la cámara baja y cero escaños en el senado. Sin embargo, de haber tenido un resultado diferente, las dinámicas macroeconómicas descritas en esta sección habrían representado el resultado más plausible. Esta sección utiliza el modelo macro-financiero para explorar las dinámicas esperadas bajo un escenario en el que no se adoptaran reformas significativas para cerrar las brechas fiscal y externa.

En ausencia de reformas se profundizaría la crisis de balanza de pagos, la depreciación cambiaria, el déficit fiscal y el deterioro de los balances financieros del banco central, el sistema de pensiones y el sector bancario. La balanza de pagos se habría deteriorado a través de tres canales que se refuerzan mutuamente: caída de exportaciones, grandes amortizaciones de deuda externa, y fuentes limitadas de nuevo financiamiento externo. A medida que la posición externa se agravara y las importaciones se contrajeran, el tipo de cambio paralelo se habría depreciado abruptamente, transmitiendo la crisis externa a las cuentas fiscales a través de los gastos vinculados a moneda extranjera, como los subsidios energéticos y el servicio de la deuda externa. Los déficits fiscales resultantes habrían superado la capacidad de financiamiento combinada del sistema de pensiones, los mercados de deuda interna y el impuesto inflacionario, empujando los requerimientos de financiamiento monetario más allá del punto en que la creación de dinero puede generar señoreaje real. Los balances de cada institución financiera relevante habrían sido progresivamente erosionados por la combinación de inflación acelerada y represión financiera. Finalmente, una cesación de pagos externa habría sido altamente probable.

Las exportaciones caerían en distintos sectores dadas las distorsiones de política preexistentes y la erosión estructural de la industria del gas natural continuaría. Las autoridades anteriores habían introducido importantes distorsiones que obstaculizaban los sectores exportadores. Por ejemplo, habían bloqueado las exportaciones agrícolas en un intento de prevenir la escasez alimentaria interna, pero esto generó dificultades adicionales para los agricultores y la agroindustria, que ya enfrentaban un acceso limitado a insumos importados y combustibles. El daño a la capacidad productiva era visible en los datos: durante el primer semestre de 2025, las exportaciones agrícolas y agroindustriales fueron un 16% inferiores a las del año anterior, y de haberse prolongado esa tendencia el déficit anual habría alcanzado USD 318 millones³². Las exportaciones de gas natural ya eran un 75% menores en 2024 en comparación con 2014³³, pero habrían caído un tercio adicional en 2025, representando una reducción adicional de exportaciones de aproximadamente USD 560 millones. Los manufactureros enfrentaban restricciones similares en todos los ámbitos. Sin una reversión de estas distorsiones de política, la contribución de los sectores exportadores clave a la balanza de pagos se habría deteriorado aún más con cada año que pasara, apretando la restricción externa sobre la economía.

³² Estimaciones del autor en base a datos del Banco Central de Bolivia.

³³ Banco Central de Bolivia.

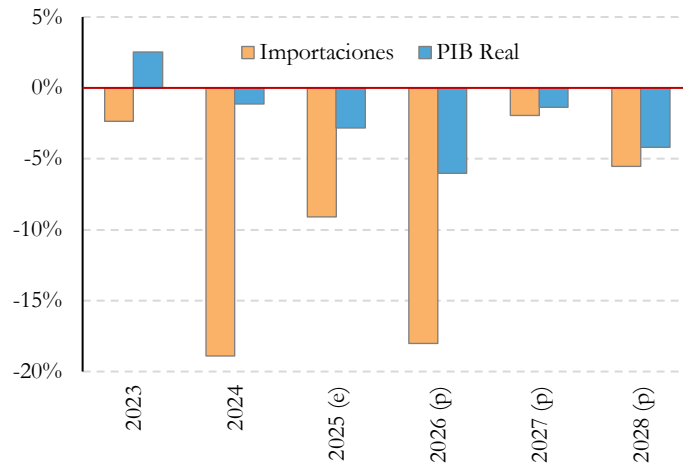
Los flujos financieros internacionales netos habrían sido negativos, dado que las obligaciones de servicio de deuda de Bolivia superaban ampliamente cualquier expectativa realista de nuevos préstamos. Las amortizaciones de eurobonos estaban programadas para comenzar en 2026, con pagos anuales de USD 333 millones hasta 2028 por un instrumento y de USD 283 millones anuales desde 2028 hasta 2030 por otro. Los acreedores bilaterales y multilaterales tenían pendiente el cobro de USD 863 millones en amortizaciones solo en 2026³⁴, con obligaciones similares continuando a mediano plazo. Frente a estas salidas, era improbable que se materializaran nuevos préstamos multilaterales. En ausencia de un programa de estabilización, los departamentos de riesgo de los bancos multilaterales de desarrollo habrían tenido escasos fundamentos para aprobar nueva exposición soberana, y el historial reciente del país ofrecía poca tranquilidad. Además, las autoridades habían experimentado dificultades para ejecutar incluso los préstamos multilaterales preaprobados atados a proyectos de inversión. El gobierno también habría enfrentado una presión creciente para comenzar a atender sus USD 2.600 millones en atrasos externos acumulados³⁵, gran parte de los cuales se adeuda a los comercializadores de combustibles que todavía mantienen operativo el sistema de transporte del país.

La presión combinada de la caída de exportaciones y los flujos financieros netos negativos habría forzado un colapso severo de las importaciones, desencadenando una profunda recesión y haciendo altamente probable una cesación de pagos externa. Con la caída de los ingresos por exportaciones y los acreedores internacionales absorbiendo más en amortizaciones de lo que proporcionaban en nuevo financiamiento, la capacidad residual para importar se habría reducido drásticamente. La Figura 5 muestra la trayectoria proyectada de las importaciones, que habrían caído aproximadamente un 18% en 2026. Sin embargo, mantener las importaciones de combustibles habría requerido que el gobierno liquidara sus atrasos con los comercializadores, probablemente pagándoles con las reservas de oro restantes del Banco Central. La contracción de importaciones habría agravado el problema para los exportadores dependientes de insumos importados, reforzando la espiral contractiva en la balanza de pagos. Como se visualiza en la Figura 5, se habría esperado que el PIB cayera más del 5% en 2026 y continuara contrayéndose posteriormente. Dada la magnitud de las obligaciones externas en relación con la menguante capacidad del país para generar o tomar prestadas divisas, una eventual cesación de pagos habría sido difícil de evitar.

³⁴ Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP).

³⁵ Banco Central de Bolivia.

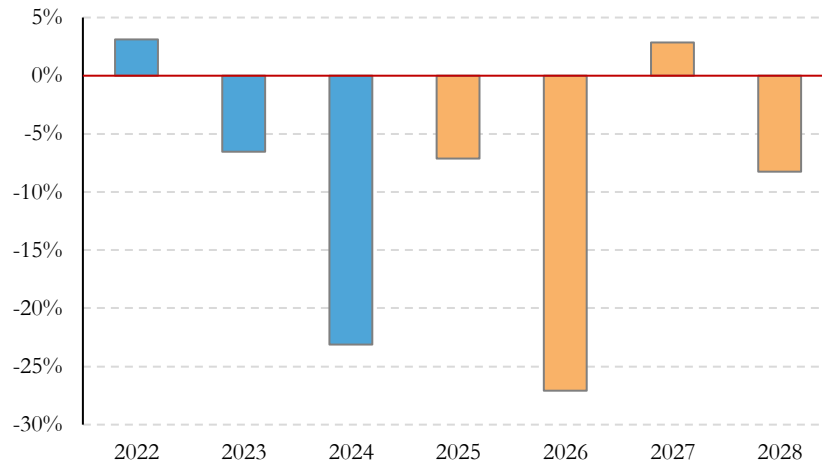
Figura 5: Importaciones y PIB Projectados bajo el Escenario de Continuidad



Fuente: Cálculo del autor basado en el modelo macro-financiero utilizando datos históricos del Banco Central de Bolivia, el Instituto Nacional de Estadística, el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y el Fondo Monetario Internacional.

El tipo de cambio paralelo se habría depreciado abruptamente, impulsado tanto por los desequilibrios monetarios que generaban presiones nominales como por la necesidad de que el tipo de cambio real se depreciara para racionar las importaciones. La dinámica fiscal y monetaria de este escenario, en particular la monetización sostenida de grandes déficits, habría ejercido una presión continua al alza sobre el valor nominal del dólar en bolivianos. Por otro lado, el tipo de cambio real en el mercado paralelo de Bolivia funciona como el precio que raciona las importaciones al nivel compatible con la oferta disponible de divisas. A medida que la balanza de pagos se apretara, el tipo de cambio real habría tenido que depreciarse para alinear la demanda de importaciones con la menguante oferta cambiaria del país. La depreciación real más pronunciada habría ocurrido en 2026, cuando la caída de exportaciones, las amortizaciones de deuda externa, y el cierre de fuentes de financiamiento convergieran simultáneamente. Una segunda ola habría tenido lugar en 2028, cuando se solaparan las amortizaciones de ambos instrumentos de eurobonos (Figura 6). Estas proyecciones se basan en el supuesto conservador de que no habrá cesación de pagos ni grandes oleadas crónicas de fuga de capitales; de haberse materializado alguno de estos u otros riesgos, la depreciación esperada habría sido considerablemente más severa.

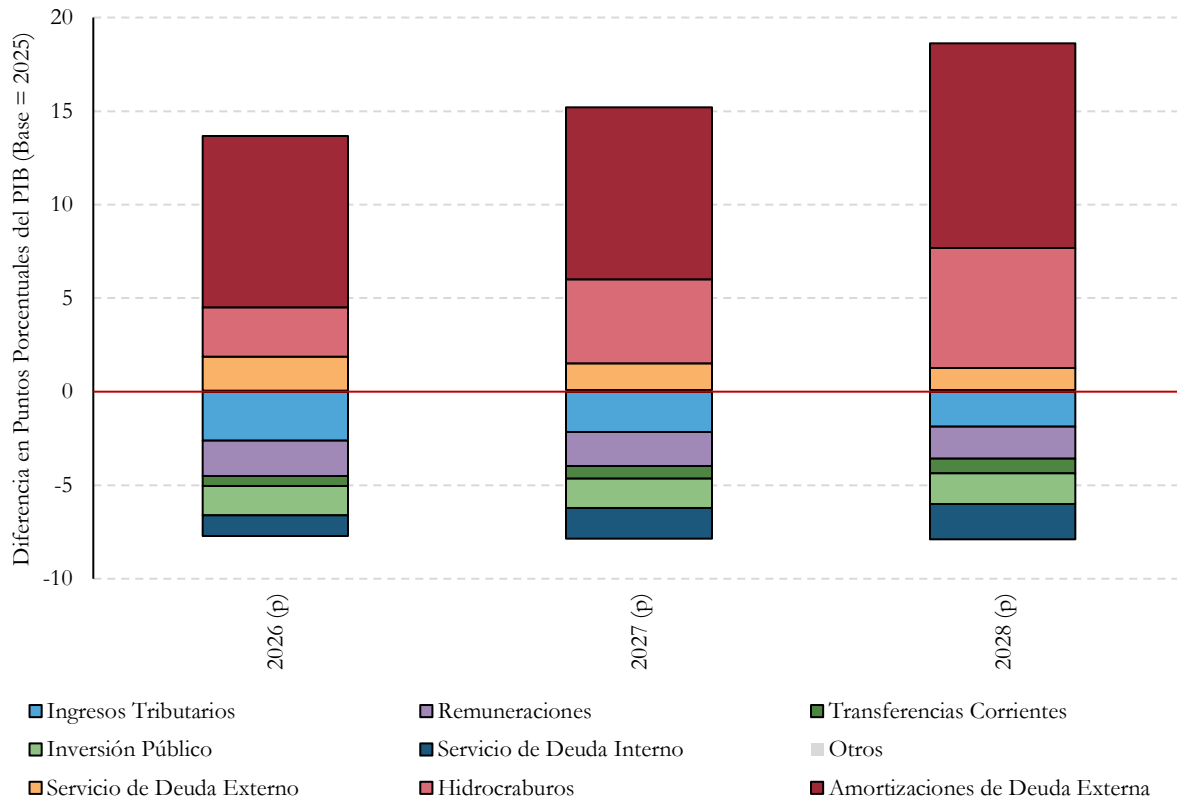
Figura 6: Variación Proyectada del Tipo de Cambio Real bajo el Escenario de Continuidad



Fuente: Cálculo del autor basado en el modelo macro-financiero utilizando datos históricos del Banco Central de Bolivia, el Instituto Nacional de Estadística, el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y el Fondo Monetario Internacional.

La depreciación del tipo de cambio habría transmitido efectos negativos a las cuentas fiscales a través de los gastos públicos denominados en o vinculados a moneda extranjera. El canal más significativo opera a través de los subsidios energéticos. Bajo el supuesto de que las autoridades mantuvieran su nivel de importaciones de combustibles al tiempo que continuaban congelando los precios internos, el subsidio implícito habría crecido con cada ronda de depreciación del tipo de cambio, dado que el combustible se compra en dólares en los mercados internacionales y se vende internamente a precios fijos en bolivianos. Tanto las presiones de depreciación real, impulsadas por la balanza de pagos, como las presiones de depreciación nominal, impulsadas por la dinámica fiscal-monetaria, habrían ampliado la brecha entre el precio internacional y local de los combustibles. La Figura 7 ilustra esta dinámica junto con el caso análogo de los pagos de intereses y amortizaciones sobre deuda pública denominada en moneda extranjera. El gráfico visualiza la variación acumulada de las cuentas fiscales en cada año respecto a su línea base de 2025. Excluyendo las amortizaciones netas de deuda externa del gráfico, la suma de cada año equivaldría a la variación del déficit fiscal como porcentaje del PIB. Incluyendo las amortizaciones netas de deuda externa, la suma equivale a la variación de las necesidades de financiamiento interno como porcentaje del PIB. La figura muestra cómo las cuentas fiscales se deterioran progresivamente, principalmente por los subsidios vinculados a los hidrocarburos y los pagos de deuda externa, que son gastos denominados en dólares que aumentan con la depreciación. El resultado es un ciclo de retroalimentación entre las crisis externa y fiscal: a medida que la balanza de pagos empeora, el tipo de cambio se deprecia; cuanto más se deprecia, mayor se vuelve el déficit fiscal; y cuanto mayor es el déficit fiscal, mayor es el financiamiento monetario requerido, lo que a su vez genera mayor depreciación. Notablemente, el escenario cuenta con un déficit fiscal menor en 2026 comparado con el 2025. Esto se debe a que el pago de amortizaciones externas anuales mayores a 8% del PIB se registra fuera del déficit fiscal, a pesar de que aumenta las necesidades de financiamiento interno por la vía de creación de dinero inflacionario que subsecuentemente erosiona el valor real gastos fiscales de nómina, transferencias e intereses.

Figura 7: Contribuciones al Cambio en las Necesidades de Financiamiento Interno bajo el Escenario de Continuidad

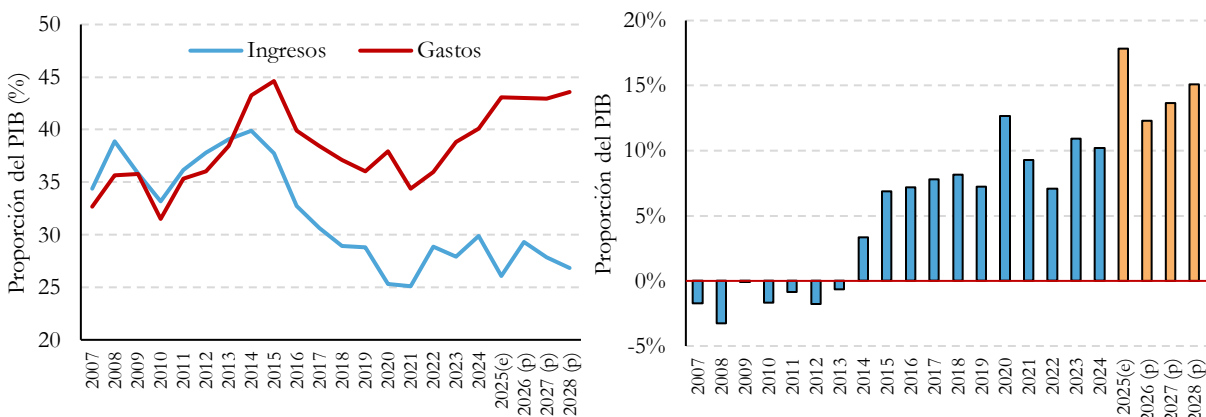


Nota: Las cuentas con valor positivo (negativo) se espera que contribuyan más (menos) a las necesidades de financiamiento interno en el año correspondiente en relación con lo que lo hicieron en 2025. Fuente: Cálculo del autor basado en el modelo macro-financiero utilizando datos históricos del Banco Central de Bolivia, el Instituto Nacional de Estadística, el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y el Fondo Monetario Internacional.

El deterioro fiscal habría sido agravado por una caída real en ciertos ingresos tributarios y parcialmente compensado por la erosión inducida por la inflación sobre el gasto público real en salarios, transferencias e intereses sobre la deuda interna. Por el lado de los ingresos, la recaudación aduanera ya había caído más del 27% durante el primer semestre de 2025, una caída que reflejaba los efectos combinados de menores volúmenes de comercio y el crecimiento del contrabando impulsado por las distorsiones en importaciones y exportaciones. A medida que estas dinámicas se intensificaran bajo la continuidad de políticas, los ingresos tributarios basados en el comercio habrían continuado reduciéndose. La recaudación tributaria interna habría seguido una trayectoria similar conforme la recesión se profundizara. Por el lado del gasto, la política del gobierno anterior de ajustar los salarios y las transferencias corrientes a la inflación con un rezago de un año implicaba que, en un contexto de inflación acelerada, los aumentos nominales habrían quedado sistemáticamente por debajo del crecimiento de los precios. El valor real de la masa salarial y de los programas de transferencias habría disminuido con el tiempo, proporcionando un alivio marginal al déficit, pero a costa de un deterioro significativo en el nivel de vida de los trabajadores del sector público y los beneficiarios de transferencias en todo el país.

Los déficits fiscales resultantes habrían crecido hasta niveles que superaban la capacidad de financiamiento de la economía, lo que implica que, incluso sin intención deliberada, alguna forma de ajuste forzado habría resultado inevitable. El panel izquierdo de la Figura 8 muestra las trayectorias proyectadas de ingresos y gastos fiscales bajo este escenario, mientras que el panel derecho muestra los déficits correspondientes a lo largo del tiempo. La brecha entre ingresos y gastos se habría ampliado a medida que los gastos vinculados al tipo de cambio se dispararan mientras la base tributaria se contraía junto con la actividad económica. Incluso suponiendo que la totalidad de los fondos invertibles del sistema de pensiones se hubiera destinado a la compra de deuda pública (aproximadamente el 2,7% del PIB en 2026, y decreciendo en términos reales posteriormente), el Banco Central igualmente habría tenido que proveer financiamiento monetario equivalente a más de 20 puntos porcentuales del PIB (para financiar tanto el déficit fiscal como el pago de amortizaciones de deuda externa). En la práctica, mantener estos niveles de gasto habría sido cada vez más difícil. Por ejemplo, el sistema de subsidio a los combustibles probablemente habría colapsado, no por decisión de política sino por la negativa de los comercializadores de combustibles a continuar suministrando con crédito comercial dado su creciente nivel de atrasos. Además, otros gastos habrían estado en riesgo ante las crecientes dificultades financieras del gobierno.

Figura 8: Cuentas Fiscales Proyectadas (panel izquierdo) y Déficit (panel derecho) bajo el Escenario de Continuidad

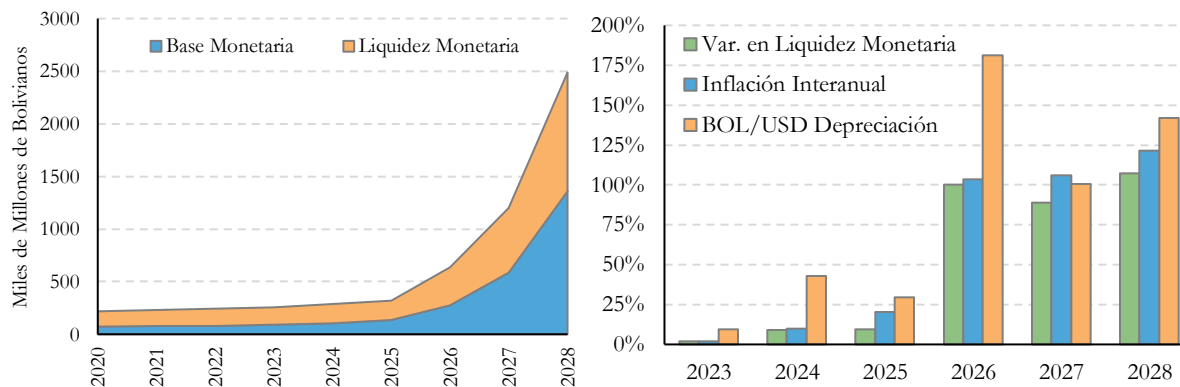


Fuente: Cálculo del autor basado en el modelo macro-financiero utilizando datos históricos del Banco Central de Bolivia, el Instituto Nacional de Estadística, el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y el Fondo Monetario Internacional.

Financiar déficits de esta magnitud mediante la creación de dinero habría requerido expansiones anuales de la base monetaria superiores al 100% a partir de 2026, niveles que probablemente habrían desencadenado un colapso de la demanda de dinero y superado los límites factibles del impuesto inflacionario. Cuando un banco central financia el déficit fiscal emitiendo dinero, la inflación resultante erosiona su valor real. En respuesta, los hogares y las empresas tienden a reducir sus tenencias reales de moneda local, gastándola en bienes o divisas. Esto empuja aún más la inflación y la depreciación y contrae la base monetaria real, lo que significa que para financiar el mismo déficit en términos reales, el banco central debería emitir una cantidad progresivamente mayor en cada período siguiente. La dinámica implica una curva de Laffer para el impuesto inflacionario: a niveles moderados, aumentar la tasa de creación de dinero incrementa el

señoreaje real, pero más allá de un umbral, la erosión de la demanda de dinero supera el aumento en la emisión y los ingresos reales declinan (Cagan, 1956; Bruno y Fischer, 1990). La experiencia internacional indica que los países que intentan extraer señoreaje de dos dígitos del PIB terminan eventualmente en el lado decreciente de esta curva. Las proyecciones de la Figura 9 suponen que la demanda de dinero permanece estable, un supuesto altamente conservador. De haberse quebrado la confianza y colapsado la demanda de dinero, como es la dinámica no lineal estándar en las crisis monetarias graves, las trayectorias de inflación y depreciación habrían sido dramáticamente peores.

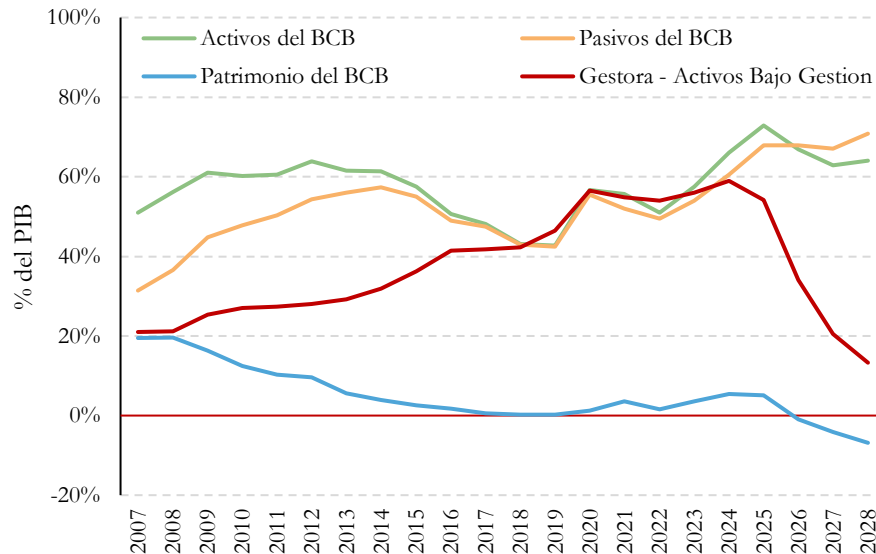
Figura 9: Crecimiento Monetario, Inflación y Depreciación Proyectados bajo el Escenario de Continuidad



Fuente: Cálculo del autor basado en el modelo macro-financiero utilizando datos históricos del Banco Central de Bolivia, el Instituto Nacional de Estadística, el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y el Fondo Monetario Internacional.

La represión financiera continuada en un entorno de inflación acelerada habría erosionado progresivamente los balances del sistema de pensiones, los bancos comerciales y el Banco Central. De haber continuado canalizándose los activos previsionales hacia deuda pública a tasas de interés nominales fijas por debajo de la inflación, el tamaño real de la cartera de Gestora se habría contraído rápidamente. Como se muestra en la Figura 10, para 2028 la cartera se habría reducido a aproximadamente un tercio de su magnitud de 2024 como porcentaje del PIB. El sistema bancario habría seguido una trayectoria similar bajo los controles de tasas de interés continuos: con tasas activas mantenidas por debajo de la inflación, la cartera de crédito se habría contraído en términos reales a lo largo del tiempo, socavando progresivamente la capacidad de financiar inversiones productivas. Este escenario supone de manera conservadora la ausencia de una corrida bancaria, aunque la probabilidad de que una ocurriera habría crecido en proporción a la gravedad de la crisis. Además, el propio balance del Banco Central habría enfrentado una presión análoga. Sus pasivos, algunos de los cuales estaban denominados en dólares o indexados a la inflación, habrían crecido más rápido que sus activos, una proporción significativa de los cuales consistía en deuda pública y depósitos a plazo fijo con retornos reales negativos bajo la represión financiera. Como se visualiza en la Figura 10, la divergencia creciente entre el valor de los activos y los pasivos habría llevado el patrimonio del Banco Central a territorio negativo, erosionando aún más su capacidad para conducir la política monetaria y anclar las expectativas.

Figura 10: Patrimonio Proyectado del Banco Central y Activos de Pensiones bajo el Escenario de Continuidad



Fuente: Cálculo del autor basado en el modelo macro-financiero utilizando datos históricos del Banco Central de Bolivia, el Instituto Nacional de Estadística, el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, la Gestora Pública de Seguridad Social de Largo Plazo y el Fondo Monetario Internacional.

En suma, el escenario contrafactual de continuidad de políticas habría producido una crisis en la que las presiones sobre la balanza de pagos, la depreciación cambiaria, el deterioro fiscal y el financiamiento monetario se habrían retroalimentado con creciente severidad. Las importaciones habrían colapsado, la actividad económica habría experimentado una contracción prolongada, la inflación se habría acelerado a medida que el financiamiento monetario creciera y superara los límites factibles del impuesto inflacionario, y los balances de cada institución financiera relevante habrían sido progresivamente vaciados por la combinación de retornos reales negativos y pasivos crecientes. Una cesación de pagos externa habría sido altamente probable. Más aún, este escenario descansa en varios supuestos conservadores: la ausencia de una crisis bancaria, ningún colapso repentino en la demanda de dinero, ninguna fuga crónica de capitales más allá de los niveles de referencia, y el funcionamiento continuo del sistema de importación de combustibles a pesar de los grandes y crecientes atrasos del gobierno con los comercializadores. De haberse materializado cualquiera de estos riesgos, la crisis esperada habría sido significativamente peor. El reciente aumento en el precio internacional de los hidrocarburos tras una agudización de la violencia en el Medio Oriente también está omitido en este escenario y habría resultado en una exacerbación de los desequilibrios fiscales y externos. Incluso sin un paquete deliberado de reformas, algún ajuste forzado y desordenado habría resultado inevitable. La única pregunta entonces era si ocurriría a través de decisiones de política tempranas y controladas, o a través del colapso eventual de los mecanismos que mantenían temporalmente el sistema en funcionamiento.

4. La Trayectoria Actual: Lo que las Reformas Iniciales Lograron y Qué les Falta

Una transición política en el segundo semestre de 2025 alteró el curso económico, y las reformas iniciales del nuevo gobierno han reducido significativamente los riesgos extremos, aunque todavía persisten vulnerabilidades latentes. La trayectoria macroeconómica de Bolivia comenzó a divergir del escenario contrafactual descrito en la sección anterior incluso antes de que se produjera el cambio de gobierno. A medida que los candidatos de la oposición tomaban la delantera en las encuestas durante junio de 2025, el tipo de cambio comenzó a apreciarse, señalando una reducción de la fuga de capitales. Cuando las nuevas autoridades asumieron en noviembre, la prima del mercado paralelo ya había bajado de más del 120% en su pico a 52%. Ya en gobierno, las nuevas autoridades comenzaron a tomar medidas. Esta sección describe las reformas implementadas o anunciadas hasta la fecha (Sección 4.1) y analiza los resultados macroeconómicos esperados por el modelo en base a ellas, asumiendo que no se adoptan reformas adicionales más allá de las anunciadas hasta el momento (Sección 4.2). La trayectoria de este escenario representa una mejora sustancial respecto al escenario contrafactual sin reformas, pero sigue siendo insuficiente para la estabilización. El déficit fiscal aún requiere financiamiento monetario y de Gestora, el balance externo permanece frágil, y persisten otras fuentes de vulnerabilidad.

4.1. Decisiones de Política durante la Nueva Administración

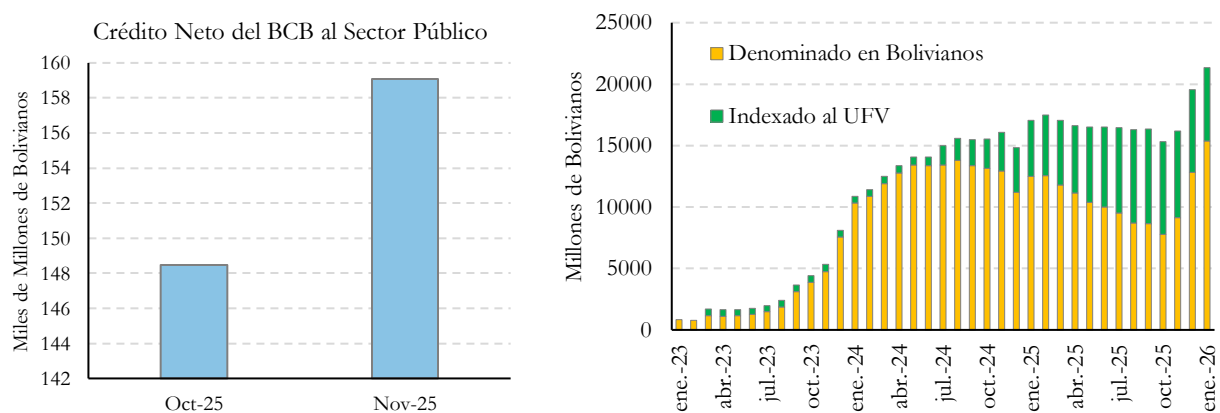
El paquete inicial de reformas atendió las fuentes de inestabilidad más urgentes y redujo la prima del mercado paralelo aún más al 31% para mediados de diciembre. Las medidas se focalizaron en cuatro áreas: restaurar la capacidad de importación asegurando financiamiento externo, esterilizar el pago de grandes atrasos internos, centralizar y normalizar el mercado cambiario no oficial, e iniciar el proceso de consolidación fiscal. El resto de esta subsección describe cada una de estas áreas, seguida de una discusión de las reformas anunciadas para el futuro próximo y los hitos clave que darán forma a la trayectoria de estabilización en los próximos meses.

La prioridad más urgente del gobierno fue restablecer el suministro de combustibles y asegurar financiamiento externo para estabilizar la balanza de pagos. Antes de asumir, la administración entrante había negociado preacuerdos con comercializadores de materias primas que operaban en países vecinos para abastecer de combustible a todo el territorio mediante camiones cisterna, con créditos comerciales garantizados por el Banco de Exportaciones e Importaciones de los Estados Unidos. La rápida eliminación de la escasez de combustibles en los primeros días de la presidencia tuvo un efecto inmediato sobre la confianza del mercado y relajó parcialmente la restricción de importaciones sobre la oferta agregada. Esto fue reforzado por una serie de anuncios de financiamiento multilateral que señalaron un apoyo externo a mediano plazo. A los diez días de asumir, CAF anunció un acuerdo de USD 3.100 millones a cinco años, incluyendo un tramo de liquidez de USD 550 millones que fue desembolsado con rapidez. En las semanas siguientes, el gobierno anunció marcos de financiamiento con el BID y FONPLATA valuados en USD 5.500 millones a mediano plazo, junto con la intención de negociar un préstamo de USD 800 millones con el FLAR. El Banco Mundial aprobó por separado un préstamo de USD 200 millones para financiar

un programa de transferencias en efectivo³⁶. En conjunto, estas medidas restablecieron la disponibilidad transformaron las perspectivas externas de un colapso inminente a una transición manejable.

El gobierno también necesitaba pagar y esterilizar con rapidez un gran acervo de atrasos denominados en bolivianos para prevenir un financiamiento monetario desordenado. Antes de fin de año vencían atrasos internos valorados en aproximadamente 4% del PIB, a lo que se sumaba el pago de aguinaldos para los empleados públicos. Para gestionar esto, el Banco Central proporcionó financiamiento neto al gobierno central equivalente a aproximadamente el 2,5% del PIB anual durante noviembre y diciembre. De este monto, aproximadamente 6.000 millones de bolivianos (cerca del 57% del financiamiento neto) fueron esterilizados mediante la venta de instrumentos de deuda del BCB en bolivianos a bancos comerciales y al público (Figura 11). Si bien la operación expandió los pasivos del balance del Banco Central, impidió que los atrasos desencadenaran un aumento descontrolado de la base monetaria y ganó tiempo para que las medidas fiscales más estructurales surtieran efecto. Como reflejo de la política monetaria de contención, la tasa premio de los reportos del Banco Central aumentó de 8% en octubre a 12.25% en marzo³⁷.

Figura 11: Crédito Neto del BCB al Gobierno e Instrumentos de Deuda Seleccionados del Banco Central



Fuente: Cálculo del autor basado en el Banco Central de Bolivia. Nota: El panel derecho excluye los instrumentos de deuda del BCB denominados en dólares.

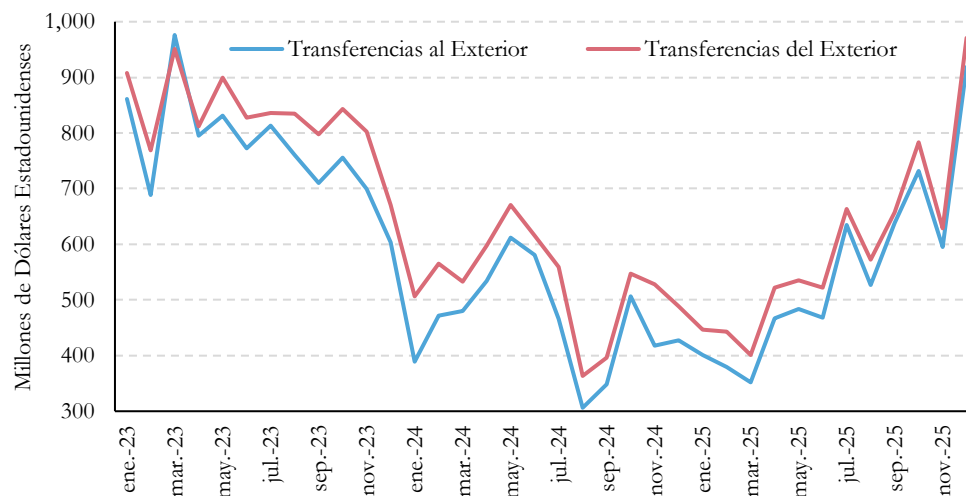
El mercado cambiario paralelo fue reconocido legalmente, centralizado a través del sistema bancario y dotado de mayor transparencia. El gobierno permitió a los bancos comerciales intermediar transacciones cambiarias sin las distorsiones impuestas por el regulador que habían fragmentado el mercado en años anteriores. El precio diario promedio resultante de esas transacciones comenzó a publicarse en el sitio web del Banco Central, y los volúmenes negociados a través de este mecanismo crecieron abruptamente (Figura 12). Al mismo tiempo, casi todas las transacciones previamente realizadas bajo el tipo de cambio oficial fueron trasladadas rápidamente al nuevo tipo

³⁶ Banco Mundial. "[Grupo Banco Mundial aprueba US\\$200 millones para apoyar a familias bolivianas y fortalecer el sistema de protección social.](#)" 4 de febrero de 2026.

³⁷ Banco Central de Bolivia.

flexible intermediado por los bancos, exceptuando a YPFB. Esto afectó las compras directas en el exterior que realizaban los privados a través de los bancos (USD 1.600 millones en 2025), y representó un paso importante hacia la unificación cambiaria, a pesar de que el tipo de cambio oficial sigue existiendo sin movimientos de su tasa.

Figura 12: Transacciones Internacionales que Fluyen a través del Sistema Bancario de Bolivia



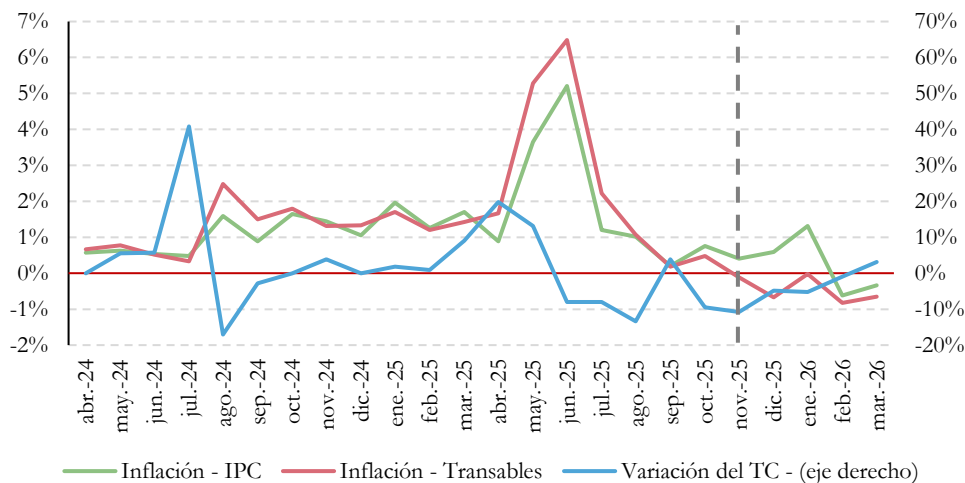
Fuente: Banco Central de Bolivia.

Los Decretos Supremos 5503 y 5516 redujeron parcialmente los subsidios energéticos e introdujeron un paquete más amplio de consolidación fiscal³⁸. Los decretos elevaron los precios del diésel y la gasolina, aunque no hasta los niveles internacionales medidos al tipo de cambio paralelo y, de manera crítica, no ajustaron los precios del gas natural. En términos de dólares, la reducción en el costo fiscal de los subsidios energéticos ascendió al 44% respecto a los niveles de 2025. Los decretos también congelaron parcialmente las contrataciones en el sector público y ordenaron a los ministerios elaborar planes de reducción de personal. Como compensación, los decretos elevaron el salario mínimo en un 20% y ampliaron las transferencias en efectivo, incluido un nuevo programa temporal denominado PEPE. Previo al ajuste existía un amplio temor de que la reducción parcial de subsidios desencadenara en inflación vía costos, con algunos analistas proyectando aumentos de precios superiores al 70%. En la práctica, las reformas aumentaron los precios del transporte a uno más cercano a su equilibrio mientras otros sectores experimentaron deflación. Es decir, la reforma realineó los precios relativos y redujo la inflación. La Figura 13 muestra cómo los sectores transables experimentaron deflación de noviembre a marzo (-2,3% entre los 5 meses) y cómo el índice general de precios experimentó deflación en febrero y marzo (-1% entre ambos meses)³⁹. Esto refleja el impacto de la reducción del financiamiento monetario y la apreciación del tipo de cambio del mercado paralelo.

³⁸ [Gaceta Oficial del Estado Plurinacional de Bolivia. Decreto Supremo No. 5516](#). 13 de enero de 2026.

³⁹ Banco Central de Bolivia.

Figura 13: Inflación Mensual y Variación Cambiaria



Fuente: Banco Central de Bolivia. Nota: La línea vertical punteada representa el inicio del nuevo período presidencial de Bolivia.

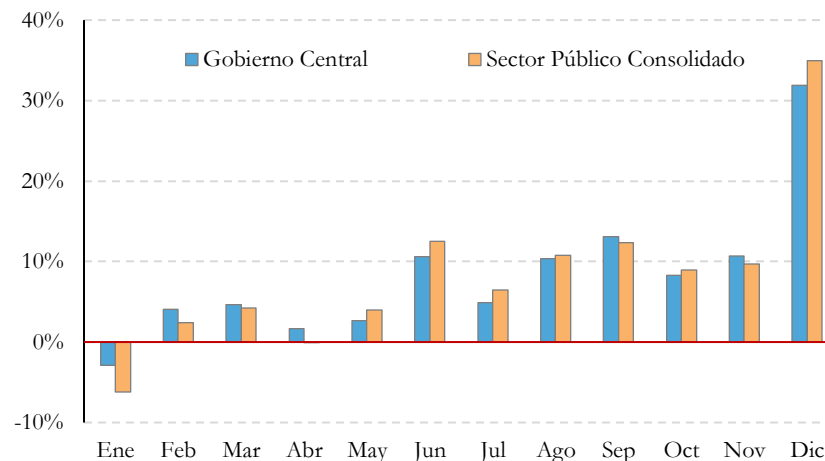
Varios hitos legislativos y de política clave en el primer semestre de 2026 determinarán si se mantiene el impulso inicial del programa de reformas. Las autoridades han indicado que tienen previsto someter próximamente al congreso propuestas de una nueva ley de hidrocarburos, una nueva ley minera y legislación para mejorar las condiciones para la inversión extranjera directa. De aprobarse, estas abordarían cuellos de botella estructurales que han limitado el crecimiento de industrias exportadoras y disuadido el capital privado. Adicionalmente, tres hitos serán críticos para la trayectoria fiscal. Primero, los anuncios de renegociación salarial anual que típicamente tienen lugar cada primero de mayo pondrán a prueba la capacidad del gobierno para contener la masa salarial del sector público. Un aumento salarial elevado podría descarrilar significativamente los esfuerzos de consolidación fiscal. Segundo, se espera que los precios actuales de los combustibles sean revisados en junio, según lo anunció el vicepresidente de YPFB⁴⁰, coincidiendo con el fin del período transitorio descrito en el apéndice de precios de los combustibles del Decreto Supremo 5516. La expectativa es que en ese momento se active el mecanismo de ajuste automático de precios, aunque es probable que una eliminación total del subsidio energético siga siendo postergada. Tercero, de aprobarse, las reformas sectoriales en agricultura, minería e hidrocarburos necesitarían implementarse con prontitud para que sus efectos sobre las exportaciones y la inversión se materialicen dentro del horizonte temporal asumido por el escenario de referencia. El resultado de estos hitos determinará en gran medida si se sostiene el escenario de referencia descrito en la Sección 4.2 o si se hace necesario un ajuste adicional.

Los indicadores tempranos desde el paquete de reformas han sido alentadores, pero el panorama macroeconómico actual es temporalmente más favorable de lo que las condiciones subyacentes pueden sostener. Varios factores contribuyen a esta divergencia. Por ejemplo, las cuentas fiscales en el primer trimestre del año se benefician de patrones estacionales en la ejecución de la inversión pública y en la recaudación de ingresos, que comprimen el déficit y la expansión

⁴⁰ Correo del Sur. “[Precios de combustibles serán evaluados en junio](#)”. Marzo, 2026.

monetaria por debajo de su promedio anual. Entre 2019 y 2024, el primer trimestre de cada año aportó en promedio solo el 0,4% del déficit fiscal anual correspondiente, mientras que el segundo, tercero y cuarto trimestre contribuyeron con el 16,4%, el 29,7% y el 53,6%, respectivamente⁴¹. La Figura 14 visualiza esta dinámica estacional con datos mensuales. Al mismo tiempo, el tipo de cambio del mercado paralelo se ha apreciado significativamente desde la transición política, en parte porque los mercados tienen expectativas de reformas adicionales y un acuerdo con el FMI que aún no se han materializado. Si esas expectativas no son validadas por acciones de política, se esperaría que el tipo de cambio se deprecie. Reforzando esta estabilidad transitoria, el déficit de divisas del sector público ha sido financiado actualmente casi en su totalidad mediante crédito comercial y el tramo de liquidez de CAF, en lugar de compras de moneda extranjera en el mercado, lo que suprime las presiones de depreciación que aflorarían más adelante cuando se agote el crédito externo. Estos tres factores se refuerzan mutuamente en el corto plazo, pero son transitorios por naturaleza: los patrones estacionales se normalizarán, las expectativas del mercado serán puestas a prueba frente a las decisiones reales de política, y las fuentes de financiamiento transitorias se agotarán. La trayectoria macroeconómica que emerge una vez que estos efectos se disipan es el objeto de la siguiente subsección.

Figura 14: Contribución Estacional Mensual al Déficit Fiscal Anual (2019-2024, promedio)



Fuente: Cálculos del autor basados en datos del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP).

4.2. Desempeño Macroeconómico Esperado bajo las Nuevas Reformas

Esta sección explora un escenario macroeconómico hipotético bajo las reformas que han sido implementadas o anunciadas hasta la fecha asumiendo que no se implementen reformas adicionales, por lo que no debe interpretarse como un pronóstico preciso. El ejercicio se basa en tres supuestos definitorios. Primero, que no se adoptan reformas adicionales más allá de las ya vigentes o comprometidas públicamente. Esto implica que cualquier reforma adicional podría mejorar el escenario que se muestra a continuación. Segundo, se asume que ciertos riesgos no se materializan. Una lista no exhaustiva de riesgos omitidos incluye: reversiones de política impulsadas por resistencia

⁴¹ Cálculos del autor basados en datos del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP).

social, shocks internacionales como el agravamiento de la violencia en el Medio Oriente que desencadenó en un alza en los precios del petróleo, fuga de capitales por shocks de expectativas, crisis bancarias, o una implementación desordenada del plan “50-50” de descentralización fiscal. La materialización de cualquiera de estos riesgos empeoraría los resultados mostrados a continuación. Dado lo reciente del shock petrolero en curso, éste se explora de manera separada al final de esta sección. Tercero, el escenario supone la ausencia de un programa del FMI, lo cual reconfiguraría la composición y disponibilidad del financiamiento externo a lo largo del horizonte de proyección.

Las reformas actuales resultan en una mejora sustancial respecto al escenario contrafactual, pero aún no son suficientes para la estabilización. En cuanto a la balanza de pagos se espera un alivio a medida que los desembolsos multilaterales cubran la brecha externa y las reformas sectoriales impulsen el crecimiento de las exportaciones, permitiendo que las importaciones y el producto real se recuperen cerca de los niveles previos a la crisis. Se espera que la posición fiscal también mejore a medida que los ahorros provenientes de los subsidios energéticos y las reducciones de personal en el sector público reduzcan el déficit en relación con 2025 y con el escenario contrafactual. Sin embargo, persistiría un déficit de aproximadamente 7% del PIB. De ese porcentaje, aproximadamente 3 puntos porcentuales requerirían financiamiento monetario en 2026. A partir de 2027, el financiamiento monetario aumentaría a 4,5% del PIB debido a que parte del financiamiento externo cambiaría de apoyo presupuestario líquido hacia financiamiento de proyectos de inversión, lo que exigiría un aumento del gasto en inversión pública en el futuro para asegurar que se mantenga el alivio de balanza de pagos. La reducción del déficit producto de las reformas es significativa, pero la monetización residual seguiría impulsando la inflación cerca del 17%. El sistema de pensiones permanecería atrapado en deuda pública por debajo del mercado, el crédito privado continuaría estancado y el tipo de cambio de mercado seguiría siendo vulnerable a una corrección. Esta inestabilidad apunta a una necesidad de reformas adicionales.

Se espera que la capacidad de importación de Bolivia se recupere, impulsada por una reanudación del crecimiento exportador y el despliegue de financiamiento multilateral que cubre la brecha hasta que las exportaciones puedan sostener los niveles de importación de manera independiente. Por el lado de las exportaciones, el crecimiento estaría impulsado por las reformas a sectores específicos y las condiciones generales para la inversión extranjera. Por el lado del financiamiento, los acuerdos multilaterales anunciados hasta el momento permitirían que los niveles de importación superen lo que los ingresos por exportaciones por sí solos podrían sostener. Se proyecta que esta brecha persista hasta aproximadamente 2030, lo que hace del financiamiento multilateral una condición previa central para la estabilidad de la balanza de pagos al menos por los próximos 5 años. Si las reformas sectoriales se estancan y el crecimiento exportador no se materializa, el financiamiento sostendría las importaciones temporalmente sin la transformación productiva necesaria para hacerlas duraderas, por lo que estas reformas son fundamentales para evitar que el financiamiento multilateral se convierta en un puente hacia ningún lado.

El crecimiento de las exportaciones en el corto plazo se espera que provenga principalmente del desarrollo de la agricultura y el turismo, así como de precios internacionales más altos en

los minerales. La esperada liberalización del sector agrícola, incluyendo el levantamiento de restricciones a las exportaciones e importaciones y un mejor acceso a insumos y tecnología, restauraría la capacidad productiva que había sido recortada por las distorsiones de política anteriores. Se espera que la cooperación en tecnología agropecuaria con socios regionales aumente los rendimientos con relativa rapidez, especialmente entre los productores a gran escala en el complejo soja-maíz-ganadería-avicultura. El turismo se beneficiaría de la normalización del suministro de combustibles y del mercado cambiario, así como de una política de cielos abiertos e inversiones focalizadas en sitios turísticos clave como el salar de Uyuni. En el corto plazo, las exportaciones mineras recibirían un impulso favorable de las recientes alzas en los precios internacionales de los minerales. La nueva legislación para el gas natural, la minería y los evaporitos apoyaría el crecimiento exportador a largo plazo, pero los rezagos productivos asociados a las inversiones en nuevos yacimientos no suelen ser menores a cinco años, y la legislación habilitante aún está pendiente de aprobación en el congreso. Por estas razones, la trayectoria exportadora de corto plazo es particularmente sensible a si las reformas agrícolas y de turismo se implementan con prontitud.

Se espera que el financiamiento multilateral cubra la brecha externa durante la transición, aunque la ausencia de un programa del FMI reduce el financiamiento total y concentra el apoyo disponible en financiamiento de proyectos de inversión en lugar de liquidez directa. El acuerdo con CAF proporciona el componente más flexible: un tramo de liquidez de USD 550 millones desembolsado en diciembre de 2025 continuaría apoyando la balanza de pagos en 2026⁴², mientras que el resto del acuerdo fluye como financiamiento de proyectos a aproximadamente USD 500 millones por año hasta 2030. Los desembolsos del BID, el Banco Mundial y FONPLATA estarían igualmente atados a proyectos, con volúmenes del BID potencialmente inferiores al programa anunciado si no se alcanza un acuerdo con el FMI. Solo por 2026, se espera que USD 500 millones del crédito del BID se dirijan a apoyo presupuestario del programa de transferencias y no a inversiones públicas. El FLAR podría proveer aproximadamente USD 800 millones con margen para concentrar los desembolsos al inicio, aunque ningún acuerdo ha sido anunciado hasta el momento y una parte sustancial se destinaría a la acumulación de reservas en lugar de relajar directamente la restricción de importaciones. Se espera que la escala del financiamiento disponible sea suficiente para la transición, pero su composición limita la velocidad y flexibilidad con que se puede responder a las necesidades cambiarias y fiscales inmediatas.

Se espera que el servicio de la deuda externa permanezca manejable dado el monto anunciado de financiamiento, pero los pagos atrasados de importación de combustible siguen siendo un lastre. El calendario de servicio de deuda descrito en la Sección 3 permanece sin cambios. Sin embargo, dos factores mejoran las perspectivas respecto al escenario contrafactual: el financiamiento multilateral proporciona los recursos para cumplir con estas obligaciones sin forzar un colapso de importaciones, y aproximadamente dos tercios del saldo pendiente de eurobonos está en manos de instituciones públicas nacionales, por lo que las autoridades esperan refinanciarlo sin inconvenientes⁴³.

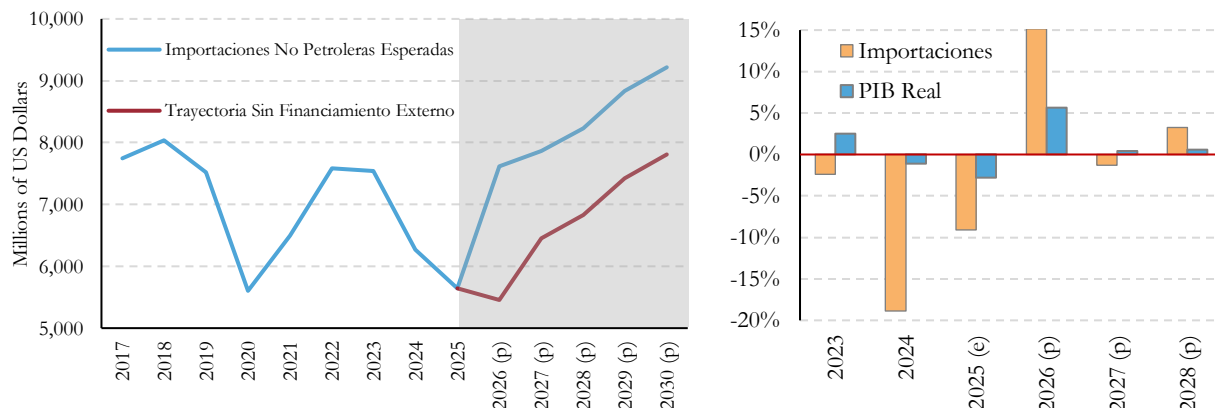
⁴² BID. “[Grupo BID y Bolivia acuerdan un paquete de apoyo de US\\$4.500 millones](#)”. Enero, 2026.

⁴³ Bloomberg. “[Bolivia garantiza pago de bonosen dólares y prepara canje interno](#)”. Marzo, 2026.

No se esperaría que el financiamiento multilateral financie un gran déficit de cuenta corriente. En términos prácticos, se utilizaría para refinanciar las amortizaciones multilaterales, cumplir con otras obligaciones externas y acumular un pequeño colchón de reservas líquidas. Para efectos de este escenario se asume que el acervo de atrasos de USD 2.600 millones se repaga en tramos durante cinco años acumulando intereses a tasas de mercado, aunque este es un supuesto débil. En realidad, el gobierno mantiene múltiples opciones distintas para reestructurar estas obligaciones. Sin embargo, la posición negociadora del gobierno actualmente está limitada por el hecho de que una parte significativa de los atrasos se deben a los comercializadores de combustibles que actualmente previenen la escasez a nivel nacional.

Bajo estos supuestos, las importaciones podrían recuperarse cerca de los niveles previos a la crisis y el PIB real podría crecer sustancialmente en 2026, aunque la sostenibilidad de esta trayectoria depende de que el crecimiento exportador se materialice según lo proyectado. El panel izquierdo de la Figura 15 muestra la trayectoria esperada de importaciones de Bolivia (línea azul) bajo este escenario junto con la trayectoria que podría sostenerse en ausencia de financiamiento internacional (línea roja). Los desembolsos multilaterales pueden cubrir la brecha durante la transición, pero una proporción no desestimable del financiamiento disponible en 2026 representa entradas únicas que no pueden considerarse para sostener el mismo nivel de importaciones en años subsiguientes. Si el crecimiento exportador tiene un rendimiento inferior al esperado, la capacidad de mantener los volúmenes de importación de 2026 en 2027 y 2028 quedaría en entredicho. Este es un argumento para la cautela en el uso de divisas durante 2026: la acumulación preventiva de reservas por parte del Banco Central, en la medida en que la posición externa lo permita, proporcionaría un colchón contra una contracción de la capacidad importadora en los años siguientes. Se esperaría que el crecimiento de la oferta agregada siga al crecimiento de las importaciones, como se visualiza en el panel derecho de la Figura 15.

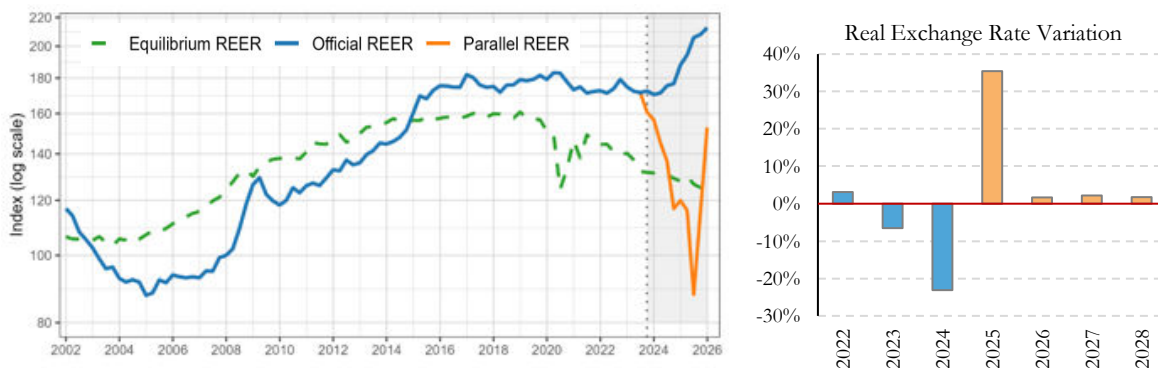
Figura 15: Importaciones y PIB Proyectados bajo el Escenario de Reformas Actuales



Fuente: Cálculo del autor basado en el modelo macro-financiero utilizando datos históricos del Banco Central de Bolivia, el Instituto Nacional de Estadística, el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y el Fondo Monetario Internacional.

Se espera que el tipo de cambio real de equilibrio se estabilice a medida que se alivien las presiones sobre la balanza de pagos, pero la evidencia sugiere que el tipo de cambio de mercado actualmente está sobrevaluado respecto a su valor de equilibrio, lo que implica que una realineación cambiaria real podría ser difícil de evitar. A medida que las fuerzas que habían impulsado una fuerte depreciación real en el escenario contrafactual se disipen bajo el renovado financiamiento multilateral y la recuperación de exportaciones, no se esperaría que el tipo de cambio real de equilibrio se deprecie aún más después de 2027, como se muestra en el panel derecho de la Figura 16. Bajo estas condiciones, los movimientos futuros en el tipo de cambio nominal reflejarían principalmente la dinámica monetaria-fiscal. Sin embargo, García et al. (2026) estima que el tipo de cambio del mercado intermediado por los bancos está actualmente sobrevaluado respecto al nivel fundamentado por los fundamentos económicos de Bolivia. Esto se visualiza en el panel izquierdo de la Figura 16, que compara la evolución del tipo de cambio real de equilibrio estimado (línea verde punteada) con el tipo de cambio real oficial (línea azul) y el tipo de cambio real del mercado paralelo (línea naranja). El gráfico muestra cómo la tasa del mercado paralelo llegó a estar significativamente subvaluada durante el punto álgido de la crisis, cuando las expectativas se deterioraron y la fuga de capitales se intensificó, para luego apreciarse por encima de su equilibrio a medida que mejoraron las perspectivas políticas y se aseguró el financiamiento externo. Actualmente, tanto el tipo de cambio oficial como el del mercado paralelo parecen estar sobrevaluados.

Figura 16: Tipo de Cambio Real, Histórico y Esperado bajo el Escenario de Reformas Actuales



Fuente: García et al. (2026) y cálculo del autor basado en el modelo macro-financiero utilizando datos históricos del Banco Central de Bolivia, el Instituto Nacional de Estadística, el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y el Fondo Monetario Internacional.

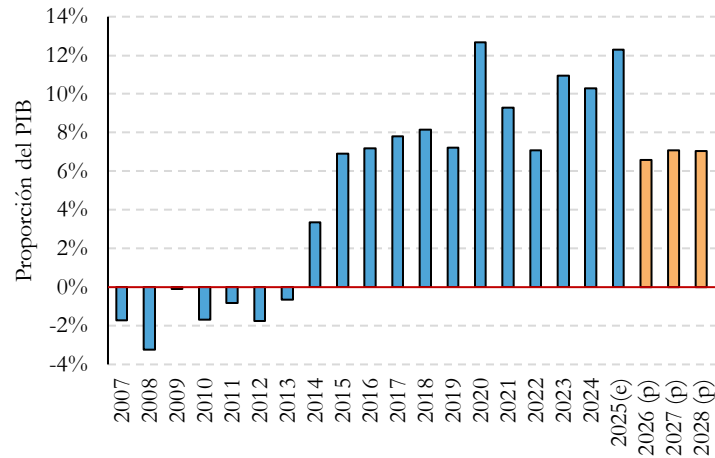
Una depreciación durante 2026 generaría presiones fiscales e inflacionarias que las autoridades deberán gestionar de manera proactiva. El sector público enfrenta un déficit proyectado de divisas de aproximadamente USD 4.000 millones en 2026, dado un déficit comercial en hidrocarburos de aproximadamente USD 2.200 millones y sus obligaciones de deuda externa de USD 1.800 millones. Otras obligaciones incluyen el pago de 6.6 toneladas de oro pre-ventas a futuro por el gobierno saliente, y los USD 2.600 millones en atrasos externos. El déficit cambiario público está siendo financiado actualmente casi en su totalidad mediante crédito comercial y tramos de liquidez multilateral, pero no se espera que el gobierno boliviano consiga suficiente financiamiento externo para cubrirlo totalmente en 2026. Incluso si lo logran, sería con mecanismos de endeudamiento que

difícilmente se replicarían en 2027. A medida que las fuentes de financiamiento transitorias se agoten en el transcurso de 2026 y en años posteriores, el gobierno deberá comenzar a adquirir divisas a través de operaciones de mercado, ejerciendo presión sobre el tipo de cambio real. Una depreciación elevaría el costo fiscal de las importaciones de combustibles y sus subsidios implícitos. También desencadenaría una inflación de traspaso a través de los bienes transables, aumentando la probabilidad de desanclar las expectativas de inflación. En caso de una depreciación las autoridades deberían responder activando el mecanismo de ajuste de precios de combustibles que existe bajo el Decreto Supremo 5516, o creando un nuevo mecanismo que refleje el precio internacional real valuado al tipo de cambio del mercado. Sin embargo, recientemente han expresado resistencia a hacerlo y continúan valuando el precio de importación de combustibles en bolivianos utilizando el tipo de cambio oficial y los precios internacionales previos a la guerra en Irán.

Se espera que el paquete de reformas mejore sustancialmente las cuentas fiscales respecto al escenario contrafactual, pero persistiría un déficit de aproximadamente 7% del PIB (Figura 17). En relación con el escenario contrafactual de la Sección 3, las mayores fuentes de ahorro fiscal están llamadas a ser la reducción de los subsidios energéticos y los intereses sobre la deuda externa, así como la contención de la expansión de la masa salarial (Figura 18). Además del ajuste en los precios de la energía, los subsidios energéticos y los intereses sobre la deuda externa se benefician de una menor depreciación del tipo de cambio. Adicionalmente, las necesidades de financiamiento interno se reducen aún más por el virtual refinanciamiento de la deuda externa mediante nuevos desembolsos multilaterales. Concretamente, se espera que una reducción planificada del 20% del personal del sector público ocurra antes de 2028⁴⁴, aportando ahorros adicionales a la masa salarial. Sin embargo, estas ganancias se verían parcialmente contrarrestadas por el costo fiscal del aumento del salario mínimo, sus efectos de indexación sobre los salarios del sector público, y la expansión de los programas de transferencias en efectivo. Adicionalmente, la ausencia de anuncios de recorte del pipeline de inversión pública preexistente y la necesidad adicional de ejecución de proyectos financiados por multilaterales apuntan a un aumento del gasto fiscal en inversión pública que presionará el déficit fiscal. Este es un supuesto determinante: detener una proporción significativa de los proyectos de inversión no multilaterales podría reducir el déficit en más de 3 puntos porcentuales del PIB, una posibilidad explorada en la Sección 5.

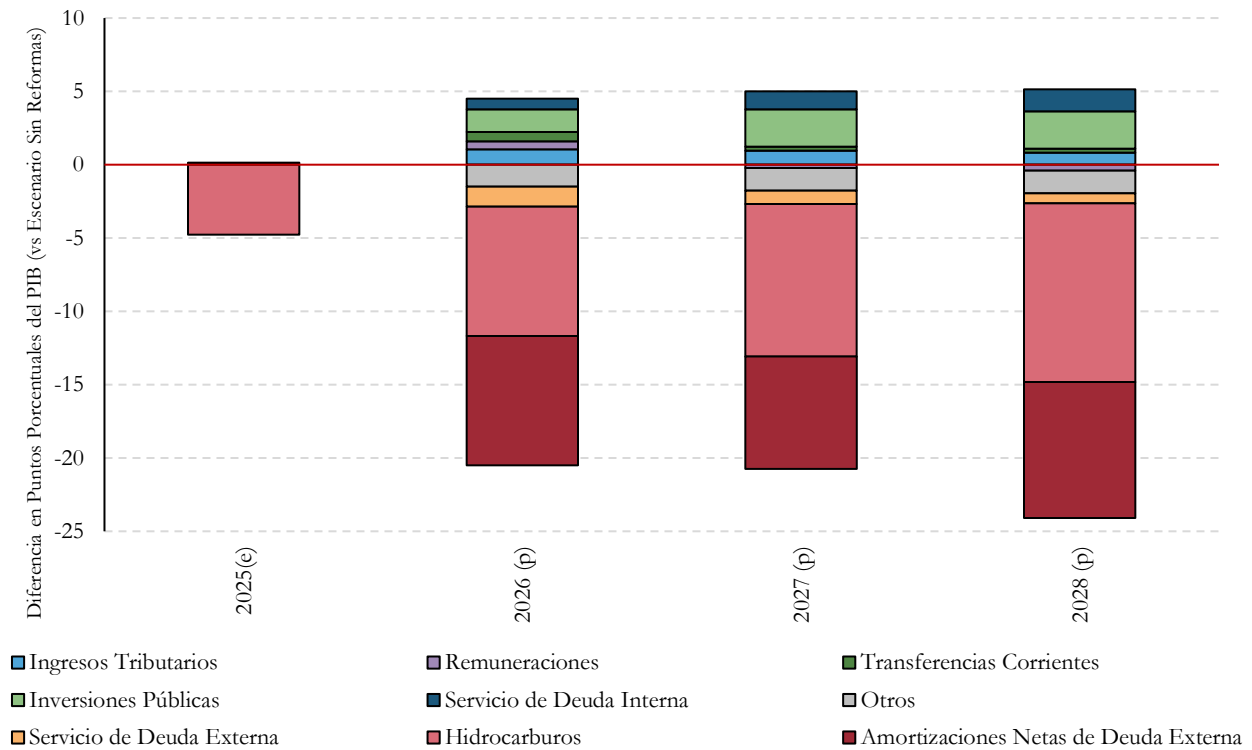
⁴⁴ Ministerio de Economía y Finanzas Públicas. “[Informe: De la Crisis a la Estabilidad Económica](#)”. Marzo, 2026.

Figura 17: Déficit Fiscal Estimado bajo el Escenario de Reformas Actuales



Fuente: Cálculo del autor basado en el modelo macro-financiero utilizando datos históricos del Banco Central de Bolivia, el Instituto Nacional de Estadística, el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y el Fondo Monetario Internacional.

Figura 18: Contribuciones a las Necesidades de Financiamiento Interno (Con Reformas Actuales vs. Sin Reformas)

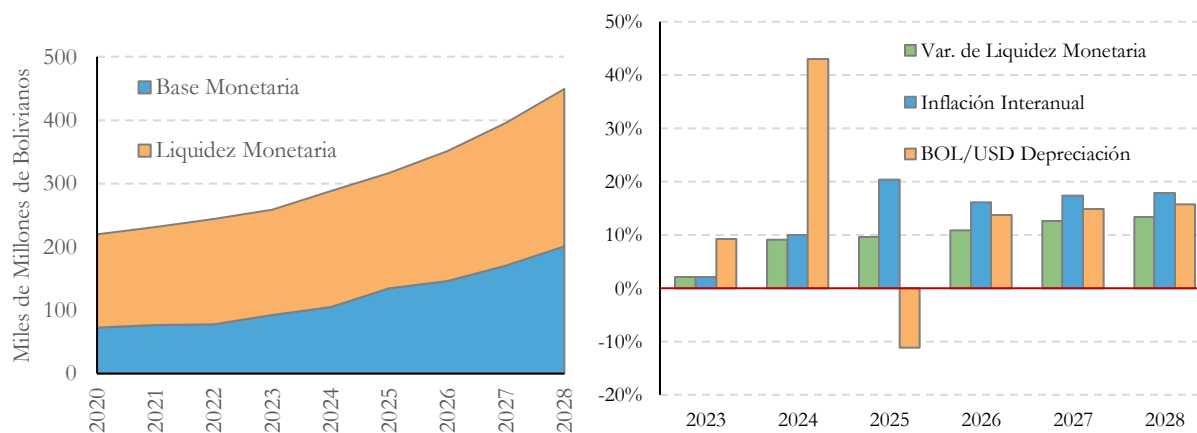


Nota: Las cuentas con valor positivo (negativo) contribuyen más (menos) a las necesidades de financiamiento interno en el año correspondiente que en el escenario contrafactual de cero reformas explorado en la Sección 3. La reducción en las necesidades de financiamiento interno mostrada en esta Figura es mayor que la reducción en el déficit fiscal mostrada en la Figura 17 porque se compara con las cuentas fiscales contrafactuales, no con las del año 2025. Además, las nuevas fuentes de financiamiento externo contrarrestan las presiones de las amortizaciones de deuda externa presentes en el escenario contrafactual. Fuente: Cálculo del autor

basado en el modelo macro-financiero utilizando datos históricos del Banco Central de Bolivia, el Instituto Nacional de Estadística, el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y el Fondo Monetario Internacional.

El déficit fiscal residual implica un financiamiento monetario de aproximadamente 3% del PIB en 2026 y 4,5% del PIB en los siguientes años, causando una inflación cerca del 17%. Se proyecta que Gestora financie poco menos de 3 puntos porcentuales del déficit mediante la continua compra de deuda pública a tasas por debajo del mercado, un arreglo que cierra su capacidad de colocar depósitos a plazo en los bancos comerciales, perpetuando el estancamiento del crédito privado y erosionando aún más el valor real de los ahorros previsionales de los hogares. Dados los grandes compromisos de amortización multilateral, bilateral y de eurobonos, los flujos financieros internacionales netos contribuyen solo marginalmente al financiamiento del déficit en 2026 y se espera que se tornen negativos en años posteriores a medida que las amortizaciones superen los nuevos desembolsos. El déficit remanente recae en el financiamiento monetario, como se muestra en el panel izquierdo de la Figura 19. La expansión resultante de los agregados monetarios depreciaría el tipo de cambio nominal y sostendría la inflación cerca del 17% en el horizonte de mediano plazo (Figura 19, panel derecho). A este nivel de monetización, el Banco Central continuaría imponiendo un impuesto inflacionario sustancial, la demanda de dinero local permanecería bajo presión y las condiciones necesarias para anclar las expectativas y normalizar el sistema financiero no se cumplirían necesariamente. Una fuente adicional de presión monetaria proviene del propio balance del Banco Central. Con rendimientos más bajos sobre sus activos que sobre sus pasivos, se espera que el Banco Central eventualmente incurra en pérdidas operativas que tendrían que ser financiadas mediante emisión monetaria. La brecha entre este resultado y una trayectoria consistente con la estabilización es el objeto de la Sección 5.

Figura 19: Cuentas Monetarias, Inflación y Depreciación Estimadas bajo el Escenario de Reformas Actuales



Fuente: Cálculo del autor basado en el modelo macro-financiero utilizando datos históricos del Banco Central de Bolivia, el Instituto Nacional de Estadística, el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y el Fondo Monetario Internacional.

El reciente shock en los precios internacionales de los hidrocarburos revela vulnerabilidades externas y fiscales sustanciales. Como resultado de un agravamiento en la violencia en el Medio Oriente, el precio de los hidrocarburos ha aumentado en el corto y mediano plazo. Los precios del

barril de petróleo crudo West Texas Intermediate (WTI) subieron de USD 65 en febrero a USD 91 en marzo y alcanzaron un pico de USD 112 brevemente en abril. Los mercados de futuros esperan que el precio se mantenga por encima de USD 80 durante al menos 5 meses, y por encima de USD 70 durante al menos 2 años. Esto significa que el mercado espera que el choque sea transitorio, con un alto grado de incertidumbre sobre la longitud de su duración. Si ese es el caso, la reacción política óptima sería absorber el golpe en el balance financiero del gobierno con un subsidio temporal financiado con recursos externos y evitar que los precios locales suban al mismo ritmo de los precios internacionales. No obstante, considerando las restricciones fiscales y de acceso a los mercados financieros internacionales en Bolivia, el gobierno no podría financiar el choque a menos que recurra al FMI, por lo que enfrentaría una costosa decisión política entre trasladar completamente el aumento de precios al consumidor o financiar el subsidio energético emitiendo dinero y arriesgando una mayor inestabilidad macroeconómica. El choque tendría un impacto por medio de dos canales distintos: un aumento en el costo de importación de combustibles como diésel y gasolina, y un aumento en los ingresos por exportación de gas natural. El precio promedio del WTI en 2026 implícito en el mercado de futuros es un 22% más alto que el precio promedio en 2025, y afecta directamente las exportaciones porque el precio de venta de gas natural a Brasil está indexado al crudo internacional con un rezago de 3 meses por contrato. Esto también representa un aumento del costo de oportunidad de vender gas natural subsidiado internamente que podría estarse exportando a Brasil. Los combustibles han reaccionado de manera similar. El precio internacional del diésel⁴⁵ se duplicó de febrero a su pico en marzo, y los mercados de futuros esperan que sea 42% mayor en 2026 que en 2025 en promedio. Por su parte, los precios de la gasolina⁴⁶ aumentaron un 65% de febrero a su pico en abril y el mercado espera que sean 20% mayores en 2026 que en 2025. El impacto conjunto de estos choques amplía el déficit comercial de hidrocarburos esperado en aproximadamente USD 640 millones este año, y expande el costo fiscal esperado de los subsidios energéticos en USD 1.860 millones (más de 3% del PIB), empujando el financiamiento monetario cerca de 6% del PIB y la inflación a 25%.

5. Hitos Pendientes en la Ruta Hacia la Estabilidad y el Crecimiento

Las reformas hasta la fecha son insuficientes, pero un escenario de sostenibilidad fiscal, estabilidad monetaria y cambiaria, y crecimiento de las importaciones y el producto sigue estando al alcance si Bolivia implementa un conjunto de reformas adicionales plausibles y alcanza un acuerdo con el FMI. El escenario de la Sección 4 muestra que las reformas implementadas hasta ahora, si bien mejoran decisivamente la trayectoria de Bolivia, dejan a la economía con un déficit fiscal que aún no puede financiarse sin monetización ni financiamiento de Gestora. Además, persiste la expectativa de inflación elevada, un tipo de cambio sobrevaluado y segmentado con tendencia a la depreciación, un alto stock de atrasos en pagos externos, reservas insuficientes y un sistema financiero reprimido. Sin embargo, solventar esta situación no requiere una larga lista de reformas. Requiere que las autoridades reduzcan o eliminen los subsidios energéticos

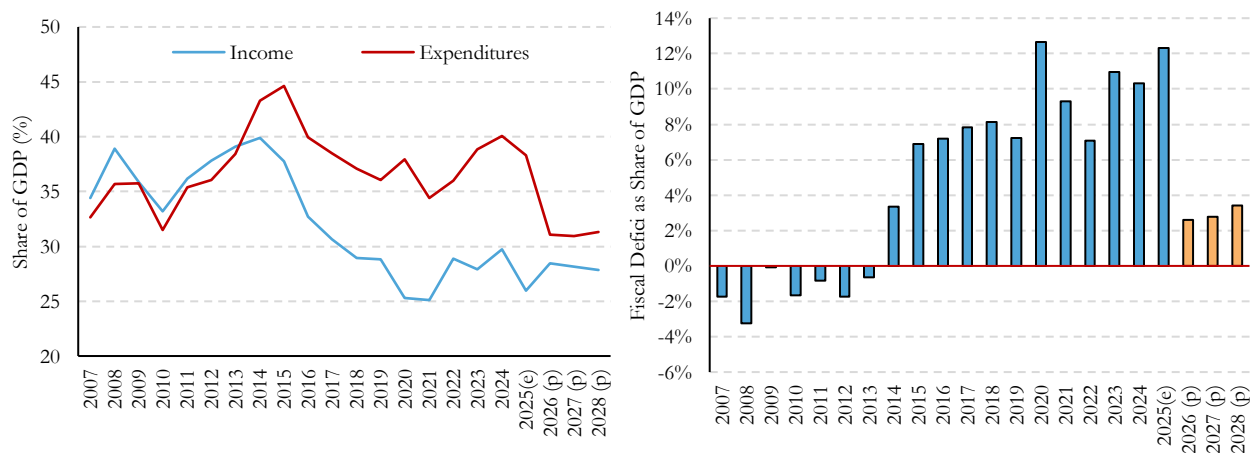
⁴⁵ New York Harbor Ultra-Low Sulfur Diesel.

⁴⁶ Reformulated Blendstock for Oxygenate Blending (RBOB) Gasoline.

restantes, detengan las inversiones públicas no estratégicas heredadas de la administración anterior, reestructuren los atrasos con los comercializadores de combustibles, y aseguren un acuerdo con el FMI que amplíe y ancle el financiamiento de corto y mediano plazo con mayor flexibilidad de liquidez al tiempo que reponga las reservas internacionales. El resto de esta sección analiza cada uno de estos hitos, sus implicaciones, y los instrumentos disponibles para alcanzarlos.

El déficit fiscal debe reducirse eventualmente a un nivel sostenible menor de 3% del PIB, y esto eventualmente puede lograrse reduciendo los subsidios energéticos restantes y deteniendo las inversiones públicas no estratégicas preexistentes. A pesar del ajuste inicial en los precios de los combustibles en diciembre, el costo de oportunidad fiscal de los subsidios a los combustibles en 2026 omitiendo el reciente choque a los precios de hidrocarburos aún se valora en 3,3% del PIB, mientras que los subsidios al gas natural representan un 2,2% adicional del PIB. Considerando las expectativas del mercado de futuros sobre el reciente choque de precios de hidrocarburos esas cifras aumentan a 7,4% y 2.9%, respectivamente. Se espera que la inversión pública permanezca sobre 4,2% del PIB en 2026 y aumente a 52% del PIB del 2027 en adelante, de la cual aproximadamente la mitad estaría vinculada al financiamiento de proyectos multilaterales ya anunciado. La eliminación de los subsidios restantes a los combustibles y al gas natural combinada con la detención de los proyectos de inversión no multilaterales sería suficiente para reducir el déficit fiscal a menos del 3% del PIB. Cabe señalar que en este escenario la masa salarial y las transferencias corrientes serían aproximadamente 1,4 puntos porcentuales del PIB más altas que en el escenario de reformas actuales de la Sección 4, dado que la eliminación del financiamiento monetario reduciría la inflación y su erosión sobre los aumentos nominales pre-anunciados en estas cuentas. Estas reformas podrían ir acompañadas de una segunda ronda de transferencias compensatorias en efectivo para mitigar el impacto sobre los hogares vulnerables. La reducción del déficit fiscal permitiría estabilizar la inflación y el tipo de cambio, mientras liberaría al Banco Central y a Gestora para tomar decisiones de cartera independientes y comenzar a sanear sus balances.

Figura 20: Déficit Fiscal Estimado bajo el Escenario de Reformas Actuales



Fuente: Cálculo del autor basado en el modelo macro-financiero utilizando datos históricos del Banco Central de Bolivia, el Instituto Nacional de Estadística, el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y el Fondo Monetario Internacional.

Los precios locales de los combustibles deberían reflejar su costo de importación al tipo de cambio de referencia. Los Apéndices 1 y 2 del Decreto Supremo 5516 establecen un mecanismo de ajuste automático de precios indexado al costo de importación de combustibles en dólares valuado al tipo de cambio oficial. Bajo ciertas interpretaciones, una devaluación o unificación del tipo de cambio oficial hacia el nivel del mercado paralelo elevaría automáticamente el precio de los combustibles en bolivianos y eliminaría el subsidio restante. Más allá de sus vastos beneficios fiscales, esta medida también suprimiría los incentivos para el contrabando de combustibles y permitiría a las empresas multinacionales ingresar de manera rentable al mercado boliviano de comercialización de combustibles, diversificando el suministro y reduciendo la dependencia de los costosos comercializadores actuales. Esta medida podría implementarse de manera plausible una vez que transcurra el período transitorio de precios de combustibles en junio.

La eliminación del subsidio al gas natural es factible y se beneficiaría de una coordinación con una reforma más amplia del sector eléctrico. Una proporción significativa del consumo interno de gas natural alimenta el sistema de generación termoeléctrica, que produce aproximadamente 66% de la electricidad de Bolivia. Este sistema es insostenible a mediano plazo dado que se espera que Bolivia se convierta en importador neto de gas natural hacia 2030, y la generación termoeléctrica sería más costosa que las alternativas más limpias si el gas natural fuera valorado a precios internacionales. Dado que se espera que la termoeléctrica sea eliminada gradualmente por las fuerzas del mercado, el sector eléctrico se beneficiaría de señales de precios que fortalezcan el caso de inversión para la generación solar e hidroeléctrica. Un aumento en el precio del gas natural proporcionaría precisamente esa señal. Además, dado que los costos de generación representan solo una fracción de los costos totales de electricidad en Bolivia por el alto costo de transmisión y distribución, se espera que el traspaso a los precios finales de electricidad sea limitado. Asimismo, los aumentos de precios de la electricidad podrían diferenciarse temporalmente entre hogares de alto y bajo ingreso para suavizar el impacto social de la reforma. La eliminación del subsidio está por tanto alineada con los objetivos fiscales y del sector eléctrico.

Detener los proyectos de inversión pública no multilaterales no solo es fiscalmente beneficioso, sino que podría elevar la eficiencia general del gasto público. La inversión pública promedió el 11% del PIB entre 2010 y 2024 antes de caer a aproximadamente 4.2% hacia 2025, sin embargo, a pesar de estos niveles elevados, Bolivia registró de manera consistente entre los puntajes de eficiencia de la inversión más bajos de la región. Una gran proporción de los recursos se destinó a empresas estatales y proyectos de sustitución de importaciones con escaso rendimiento económico, incluyendo la exploración de gas y los emprendimientos de litio que arrojaron resultados decepcionantes. En el presupuesto de 2025, el 46% de la inversión pública fue asignada a sectores productivos y proyectos multisectoriales, en gran parte vinculados a empresas públicas. Proyectos emblemáticos como la planta de urea de Bulu Bulu y el ingenio azucarero de San Buenaventura ilustran este patrón generalizado de alto costo fiscal y bajo retorno económico. Congelar estos proyectos no estratégicos permitiría al Ministerio de Planificación revisarlos en detalle antes de decidir si reinstaurarlos o cancelarlos. Al mismo tiempo, el espacio fiscal liberado podría redirigirse hacia proyectos estratégicos desarrollados en colaboración y con financiamiento externo de los bancos

multilaterales, como el Corredor Bioceánico, la mejora del acceso vial a puertos peruanos y chilenos, infraestructura agrícola o generación hidroeléctrica. Estos proyectos tendrían un retorno esperado más alto y también apoyarían la balanza de pagos al desbloquear desembolsos multilaterales.

Bolivia necesitará una reforma tributaria si quiere que la consolidación fiscal sea sostenible en el tiempo y que el sistema tributario apoye, en lugar de socavar, la formalidad y el crecimiento. El sistema actual recauda una cantidad relativamente elevada de ingresos, pero lo hace de formas que no son ni suficientemente progresivas ni favorables a la productividad. Depende en gran medida de la tributación indirecta y de otros instrumentos no progresivos que imponen una carga desproporcionada sobre los hogares de menores ingresos, mientras que los regímenes especiales, la débil fiscalización, la elevada cuña laboral y tributos distorsivos como el *Impuesto a las Transacciones* (IT) refuerzan la informalidad, desincentivan el crecimiento de las empresas y penalizan el empleo formal. Por estas razones, una reforma tributaria de mediano plazo debe entenderse como un complemento necesario de las medidas de gasto discutidas anteriormente: una reforma que amplíe la base, fortalezca el cumplimiento, racionalice regímenes privilegiados como el *Régimen Agropecuario Unificado* (RAU), transforme el RC-IVA en un verdadero impuesto personal progresivo sobre la renta, reduzca el costo no salarial excesivo del trabajo y elimine gradualmente el efecto en cascada del IT. Una reforma de este tipo no solo ayudaría a hacer más duradero el ajuste fiscal, sino que también acercaría a Bolivia a un sistema tributario más favorable para los pobres, menos distorsivo y más propicio para el crecimiento de largo plazo.

Las reservas internacionales deben reponerse para brindar una protección creíble frente a shocks y anclar la confianza en la moneda. Aunque las reservas se han beneficiado de un reciente aumento en los precios del oro, aproximadamente un tercio del acervo de oro está precomprometido para liquidar contratos de futuros de oro suscritos por el gobierno anterior, por lo que la cobertura efectiva de reservas es menor de lo que sugieren las cifras globales. Reconstruir las reservas requerirá el apoyo de los acreedores externos, en particular en las primeras etapas de la estabilización cuando la balanza de pagos es frágil y no puede generar superávits sostenidos por sí sola. Tras reponer las reservas con apoyo externo, el Banco Central debería diseñar un marco de mediano plazo para converger hacia una trayectoria futura de saneamiento del balance y acumulación de reservas mediante operaciones de mercado abierto.

Un programa del FMI fortalecería sustancialmente el marco de estabilización al proveer apoyo a las reservas, reducir el riesgo país, ampliar el financiamiento multilateral, y modificar su composición trasladando fondos para gasto de inversión a fondos de liquidez. Bajo un acuerdo con el FMI, se esperaría que otros prestamistas multilaterales aumenten su apoyo y trasladen una porción de su financiamiento de préstamos atados a proyectos hacia apoyo presupuestario líquido, incrementando el tamaño, la velocidad y la flexibilidad de los desembolsos. El FMI también proporcionaría apoyo directo a la acumulación de reservas del Banco Central, reduciendo el riesgo de fuga de capitales y habilitando una transición cambiaria más ordenada hacia un nuevo sistema con credibilidad. El riesgo país disminuiría, mejorando las condiciones en que Bolivia podría reestructurar sus atrasos y otras obligaciones externas, y potencialmente habilitando nuevas emisiones de bonos en

los mercados internacionales ya en 2027. Un programa del FMI también proporcionaría un ancla creíble para secuenciar la liberalización de los depósitos bancarios denominados en dólares y la eventual normalización de la cuenta de capital. En ausencia de un acuerdo con el FMI, Bolivia enfrentaría mayor incertidumbre en torno al cumplimiento de las metas externas, mayor vulnerabilidad a shocks de expectativas, dependencia del calendario de desembolsos atados a proyectos, y un mayor costo de acceso a los mercados de capitales internacionales, en particular si los mercados están actualmente descontando la expectativa de un acuerdo con el FMI, de modo que el fracaso en alcanzarlo elevaría por sí mismo el riesgo país.

La implementación rápida de las reformas fiscales y las medidas relacionadas con la balanza de pagos son esenciales para poner fin a la incertidumbre y a la dominancia fiscal, permitiendo al Banco Central conducir de manera creíble una política monetaria y cambiaria independiente. Mientras el déficit fiscal requiera financiamiento monetario, el Banco Central estará estructuralmente subordinado a las necesidades de financiamiento del gobierno, sin capacidad de fijar la política monetaria de manera independiente ni de comprometerse de manera creíble con un objetivo cambiario (Sargent y Wallace, 1981; Leeper, 1991). Completar la consolidación fiscal descrita arriba eliminaría esta restricción. Simultáneamente, la aprobación legislativa rápida de los acuerdos de financiamiento multilateral y con el FMI clarificaría el monto y los plazos del financiamiento externo disponible, eliminando una fuente clave de incertidumbre sobre la trayectoria de la balanza de pagos. La aprobación de legislación sectorial para agricultura, turismo, hidrocarburos, minería y evaporíticos esclarecería las expectativas sobre la trayectoria de la inversión extranjera directa y las exportaciones, y señalaría que el financiamiento externo de Bolivia está sustentado por una transformación productiva creíble y no meramente por préstamos puente temporales. En conjunto, estas reformas crearían las condiciones para que el Banco Central formalice un nuevo régimen cambiario con objetivos creíbles. La velocidad a la que se adopten estos pasos importa: cada mes de retraso extiende el período de dominancia fiscal e incertidumbre, arriesgando una erosión de las expectativas mejoradas que las reformas iniciales generaron.

Las autoridades deberían anunciar un nuevo régimen cambiario en cuanto las condiciones lo permitan, aunque el momento y el diseño de dicho régimen dependerán necesariamente del ritmo al que se completen las reformas fiscales y el acuerdo con el FMI. Si las autoridades se comprometen con las reformas fiscales restantes y alcanzan un acuerdo con el FMI dentro de 2026, el Banco Central estaría en condiciones de anunciar un nuevo régimen para un tipo de cambio oficial unificado que esté plenamente respaldado desde su inicio. Bajo esas condiciones, varias opciones serían creíbles: metas de inflación, una flotación administrada dentro de bandas, o incluso un nuevo tipo de cambio fijo, dependiendo del nivel de reservas y del grado de confianza en la sostenibilidad fiscal. Sin embargo, si las autoridades optan por postergar las reformas restantes o no persiguen un acuerdo con el FMI, el Banco Central carecería de los fundamentos para anunciar de manera creíble cualquier régimen que presuponga estabilidad nominal del tipo de cambio. En ese escenario, el único arreglo transitorio creíble sería uno que acomode explícitamente el ajuste nominal en curso, como un *crawling peg*, una flotación con bandas móviles o una meta de tipo de cambio real, señalando a los mercados que el régimen está diseñado para gestionar la transición en lugar de anclar un nivel que aún

no puede sostenerse. La elección entre estas trayectorias no es, por tanto, meramente técnica sino estratégica: determina si Bolivia ingresa a un régimen estable respaldado por reformas completadas o a un arreglo provisional que gestiona la inestabilidad mientras las reformas permanecen pendientes. En todo caso, los tipos de cambio oficial y paralelo deberían unificarse pronto dado que la mayor parte de las transacciones ya se realizan al tipo de cambio paralelo, pero los impuestos aduaneros aún se cobran basándose en el tipo de cambio oficial, dejando potencial recaudación tributaria sin cobrar.

Bolivia no debería tener dificultades para cumplir con sus obligaciones frente a los acreedores oficiales y los tenedores de eurobonos, pero abordar los atrasos relacionados con combustibles y los pasivos del banco central requiere una acción deliberada para evitar que las vulnerabilidades de los balances socaven la estabilización. Dado los acuerdos de financiamiento multilateral ya vigentes, el servicio de la deuda con los acreedores oficiales y las amortizaciones de eurobonos son plenamente manejables dentro del monto de financiamiento proyectado. El desafío más complejo radica en los atrasos y los pasivos heredados. Los atrasos externos con los comercializadores de materias primas podrían refinanciarse mediante un bono a largo plazo, aunque la posición negociadora del gobierno mejoraría tras implementar las reformas de estabilización restantes y abrir el mercado a otros importadores de combustibles para reducir la dependencia del conjunto actual de acreedores. En el balance del Banco Central, varias categorías de pasivos requieren un tratamiento diferenciado. La deuda denominada en bolivianos y la deuda indexada en UFV podrían refinanciarse, asegurando plazos más largos a tasas de interés indexadas en UFV baratas si el mercado aún tiene apetito a las tasas actuales en torno al -8%. A mediano plazo, estos pasivos podrían comenzar a pagarse sin refinanciamiento una vez que la estabilización se consolide y el crecimiento de la demanda de dinero pueda absorber su repago con emisión. Los USD 472 millones en deuda denominada en dólares del Banco Central con acreedores privados domésticos⁴⁷ podrían refinanciarse a plazos más largos y variados, esperando a que se concrete un acuerdo con el FMI y un retorno a los mercados internacionales antes de su liquidación. A lo largo de estas operaciones, el Banco Central debe equilibrar la gestión de pasivos con la necesidad de reponer las reservas internacionales, asegurando que la resolución de las obligaciones heredadas no se produzca a costa de una cobertura de reservas insuficiente.

Algunas formas de represión financiera deberían mantenerse durante la fase de estabilización y dismantelarse en una secuencia deliberada, con cada paso futuro condicionado a la credibilidad establecida por el paso anterior. Los controles de capital, los techos a las tasas de interés y las restricciones a los retiros de depósitos funcionan actualmente como un mecanismo de contención que impide que la crisis se acelere. Eliminarlos de manera prematura arriesgaría salidas de capital desordenadas e inestabilidad inflacionaria y cambiaria (Edwards, 1984; McKinnon, 1991). La secuencia adecuada comienza con las reformas fiscales, externas y sectoriales descritas arriba, las cuales estabilizarían las expectativas de inflación y tipo de cambio a largo plazo. Una vez establecida esa base, el primer paso sería eliminar los controles de tasas de interés sobre los bancos comerciales, permitiendo que las tasas de depósitos y préstamos reflejen las condiciones del mercado y mejorando

⁴⁷ Dato proveniente del Banco Central de Bolivia.

la eficiencia financiera (McKinnon, 1973; Shaw, 1973). El segundo paso sería profundizar el mercado de valores públicos con tasas de interés flexibles, siguiendo el precedente establecido por las subastas de instrumentos del BCB. El tercer paso sería eliminar los controles de retiro sobre los depósitos bancarios denominados en dólares, lo que requiere confianza en que el régimen cambiario es creíble y las reservas son adecuadas. El paso final implicaría la posibilidad de eliminar los controles de capital restantes, una vez que las autoridades consideren que Bolivia está preparada y que los beneficios superan los riesgos. Cada paso en esta secuencia depende de que el anterior haya anclado suficientemente las expectativas para que la siguiente liberalización no desencadene inestabilidad.

Las reformas descritas en esta sección siguen siendo técnicamente factibles, y son tanto necesarias como suficientes para que Bolivia establezca su macroeconomía y entre en una senda de crecimiento sostenible. Bolivia cuenta con un gobierno con un mandato claro, socios multilaterales dispuestos a comprometerse a escala, y expectativas del mercado que ya han incorporado futuras reformas adicionales y un acuerdo con el FMI. El análisis de escenarios de este artículo muestra que un conjunto específico y acotado de medidas adicionales puede cerrar la brecha entre la trayectoria actual, inestable y vulnerable, y la de una economía plenamente estabilizada. El riesgo no es que la estabilización sea inalcanzable, sino que la ventana se agote si las reformas se demoran. Los desequilibrios identificados en la Sección 4.2 se agravan con el tiempo: la monetización sostendrá la inflación, la inflación erosionará los logros reales de las reformas iniciales, y la prima de credibilidad que actualmente sostiene el tipo de cambio y las condiciones de financiamiento se disipará si no es validada por acciones de política. Actuar de manera decisiva dentro de esta ventana permitiría a Bolivia no solo estabilizarse, sino también sentar las bases para un nuevo modelo de crecimiento sustentado en exportaciones diversificadas, una intermediación crediticia restaurada y un marco macroeconómico creíble. Cuanto antes las autoridades establezcan, mayor será el período del que dispondrán para aprovechar los beneficios mientras se concentran en sus otras prioridades de política.

6. Conclusión

Las reformas iniciales alejaron a Bolivia de una crisis catastrófica y demostraron que el ajuste es factible y positivo, pero ciertas vulnerabilidades fiscales, externas y financieras persisten y, agravadas por el reciente shock petrolero, requieren medidas adicionales para alcanzar una estabilización duradera. El escenario contrafactual con ausencia de reformas muestra que el país estaba al borde de ingresar en una crisis severa que habría forzado alguna forma de ajuste desordenado independientemente de la voluntad del gobierno. El paquete inicial de reformas de las nuevas autoridades ha logrado evitar los peores resultados y ha demostrado que la consolidación fiscal en el actual desequilibrio de Bolivia puede ser simultáneamente deflacionaria y no contractiva. Una combinación de crédito comercial externo, financiamiento líquido de los multilaterales, gasto público estacionalmente bajo y expectativas del mercado sobre reformas futuras y un potencial acuerdo con el FMI han permitido que el tipo de cambio y la inflación se estabilicen en esta etapa inicial. Sin embargo, las primeras reformas no son suficientes para la estabilización, las fuentes de financiamiento líquido iniciales se prevén como operaciones únicas que no se repetirán sin un acuerdo con el FMI, y las expectativas pueden revertirse si las reformas futuras se posponen. Estas vulnerabilidades se ven

agravadas por el reciente shock en los precios internacionales de los hidrocarburos, que exacerbará la presión externa sobre la balanza comercial y la presión fiscal sobre los subsidios energéticos. Dicho esto, la ventana para la estabilización plena aún está abierta. Los desequilibrios fiscales podrían resolverse de manera sostenible mediante la eliminación de los subsidios energéticos y las inversiones públicas no estratégicas, y las vulnerabilidades externas podrían resolverse asegurando un acuerdo con el FMI, reestructurando los atrasos con los comercializadores de combustibles e implementando reformas sectoriales que brinden una trayectoria creíble de crecimiento exportador. Bajo estas medidas, se esperaría que Bolivia crezca, mientras la inflación converge a un dígito, el tipo de cambio se podría unificar bajo un régimen creíble y el sistema financiero podría comenzar a normalizarse.

La restricción vinculante para la estabilización es, por tanto, la capacidad política para implementar las reformas necesarias dentro de un horizonte temporal factible. Bolivia cuenta con un gobierno que fue elegido recientemente por un amplio margen con un mandato explícito de estabilizar, un congreso donde la mayoría calificada es alcanzable mediante coalición, socios multilaterales que ya han demostrado voluntad de comprometerse a una escala excepcional, y expectativas del mercado que han descontado reformas adicionales y un acuerdo con el FMI. Estas condiciones no son típicas de países en crisis macroeconómica. Representan una confluencia de capital político, voluntad institucional y confianza del mercado que crea una ventana inusual para la estabilización. Pero cada una de estas condiciones es contingente, no permanente. El mandato será puesto a prueba por los costos políticos de la eliminación de subsidios y la contención salarial. La voluntad multilateral es real, pero está condicionada a un programa de reformas creíble y la voluntad de alcanzar un acuerdo con el FMI. La confianza del mercado es un factor favorable, pero sensible a cambios rápidos de expectativas sobre la probabilidad de implementación de reformas que aún no han sido legisladas.

Cada una de estas condiciones puede erosionarse si las reformas se demoran, y esa erosión sería un círculo vicioso. Las expectativas del mercado serán puestas a prueba por los anuncios de renegociación salarial en mayo y una revisión esperada del esquema de subsidio a los combustibles en junio, así como por el avance de la legislación sectorial en el congreso y el estado de las negociaciones con el FMI. Si esos momentos pasan sin una acción decisiva, la prima de credibilidad actualmente incorporada en la demanda de dinero, el tipo de cambio y las condiciones de financiamiento comenzará a deshacerse, apretando las restricciones sobre las reformas subsiguientes. La literatura de economía política sobre estabilizaciones postergadas muestra que los conflictos distributivos en torno a quién asume el costo del ajuste pueden generar demoras costosas, incluso cuando todas las partes se beneficiarían de una acción más rápida (Alesina y Drazen, 1991). El mercado estará atento al resultado de estas tensiones distributivas. Además, se espera que las presiones fiscales y externas resurjan a medida que los préstamos multilaterales líquidos y el crédito comercial se ajusten en los próximos meses. Sin un acuerdo con el FMI antes del segundo semestre de 2026, se esperaría que el gobierno boliviano compre divisas al sector privado para importar combustibles, provocando una depreciación del tipo de cambio de referencia flexible. Adicionalmente, si no hay avances adicionales en la eliminación del subsidio a los combustibles antes del segundo semestre, es posible que el gobierno no pueda financiarse sin agotar todos los activos invertibles de Gestora, emitir deuda a precios de

mercado absorbida por el sector bancario, y expandir la oferta monetaria. En ausencia de reformas oportunas y un acuerdo con el FMI, Bolivia podría enfrentar una combinación de presiones provenientes del exceso de oferta monetaria y la escasez de divisas, sumada a una reversión de las expectativas del mercado y de los flujos de capital. La crisis de Bolivia se encuentra entre las más desafiantes que el mundo ha visto en el siglo XXI. A pesar de ello, el nuevo gobierno ha logrado mostrar resultados tempranos y ampliar su ventana de oportunidad. Bolivia tiene las herramientas, el mandato y los socios. Lo que escasea es el tiempo.

Bibliografía

- Alesina, A. y Ardagna, S. (1998) 'Tales of fiscal adjustment', *Economic Policy*, 13(27), pp. 487–545.
- Alesina, A. y Drazen, A. (1991) 'Why are stabilizations delayed?', *American Economic Review*, 81(5), pp. 1170–1188.
- Bloomberg (2023) 'AFP a Gestora: Estado boliviano toma control total sobre jubilaciones desde este lunes', *Bloomberg*, 15 de mayo.
- Bloomberg (2026) 'Bolivia garantiza pago de bonos en dólares y prepara canje interno', *Bloomberg*, marzo.
- Bruno, M. y Fischer, S. (1990) 'Seigniorage, operating rules, and the high inflation trap', *Quarterly Journal of Economics*, 105(2), pp. 353–374.
- Cagan, P. (1956) 'The monetary dynamics of hyperinflation', en Friedman, M. (ed.) *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago: University of Chicago Press, pp. 25–117.
- CAF – Banco de Desarrollo de América Latina (2025) *CAF Aprueba Préstamo de Liquidez por USD 550 Millones en Apoyo a Bolivia*. Comunicado de Prensa, noviembre.
- Correo del Sur (2026) 'Precios de combustibles serán evaluados en junio', *Correo del Sur*, marzo.
- dolarbluebolivia.click (s.f.) *Parallel Foreign Exchange Market Rate Data*.
- Dornbusch, R., Sturzenegger, F. y Wolf, H. (1990) 'Extreme inflation: dynamics and stabilization', *Brookings Papers on Economic Activity*, 1990(2), pp. 1–84.
- Edwards, S. (1984) *The Order of Liberalization of the External Sector in Developing Countries*. Princeton Essays in International Finance No. 156. Princeton: Princeton University Press.
- Export-Import Bank of the United States (2025) *Bolivia's Moment of Opportunity is America's Moment to Lead*. Comunicado de Prensa, noviembre. Washington, D.C.: EXIM.
- FONPLATA (2025) *FONPLATA Afirma su Apoyo a Bolivia y su Desarrollo*. Comunicado de Prensa, diciembre.
- Freeman, T. y Hausmann, R., 2026. *Un Giro Económico para Bolivia: Un Diagnóstico de Crecimiento del Sector Turístico*. Growth Lab Working Paper, John F. Kennedy School of Government, Harvard University.
- García, F., Arcay, G., Werner, A., y Hausmann, R., 2026. *Un Giro Económico para Bolivia: La Gestión de la Crisis Macroeconómica*. Growth Lab Working Paper, John F. Kennedy School of Government, Harvard University.

Giavazzi, F. y Pagano, M. (1990) 'Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries', *NBER Macroeconomics Annual*, 5, pp. 75–111.

Hausmann, R., Venturi, L., Brenot, C., Abad, A., Arcay, G., Freeman, T., García, F., Lamby, L., y Shah, T., 2026. *Un Giro Económico para Bolivia: Principales Hallazgos y Prioridades de Reforma*. Growth Lab Working Paper, John F. Kennedy School of Government, Harvard University.

Inter-American Development Bank (2026) *Grupo BID y Bolivia Acuerdan un Paquete de Apoyo de US\$4.500 Millones*. Comunicado de Prensa, enero. Washington, D.C.: IADB.

International Monetary Fund, Western Hemisphere Department (2025a) *Bolivia: 2024 Article IV Consultation — Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Bolivia*. IMF Country Report No. 25/034. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

International Monetary Fund, Western Hemisphere Department (2025b) *Bolivia: 2025 Article IV Consultation — Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Bolivia*. IMF Country Report No. 25/116. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Lamby, L., Venturi, L., Hernandez, J.I., y Hausmann, R., 2026. *Un Giro Económico para Bolivia: Revitalizando el Sector Energético*. Growth Lab Working Paper, John F. Kennedy School of Government, Harvard University.

Lamby, L. y Hausmann, R., 2026. *Un Giro Económico para Bolivia: Liberando el Potencial Minero y del Litio*. Growth Lab Working Paper, John F. Kennedy School of Government, Harvard University.

Leeper, E.M. (1991) 'Equilibria under "active" and "passive" monetary and fiscal policies', *Journal of Monetary Economics*, 27(1), pp. 129–147.

McKinnon, R.I. (1973) *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D.C.: Brookings Institution.

McKinnon, R.I. (1991) *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*. Baltimore: Johns Hopkins University Press.

Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (2026) *Informe: De la Crisis a la Estabilidad Económica*. La Paz: MEFP.

Polymarket (2025) *Bolivia Presidential Election Prediction Market*.

Reinhart, C.M. y Sbrancia, M.B. (2015) 'The liquidation of government debt', *Economic Policy*, 30(82), pp. 291–333.

Sargent, T.J. y Wallace, N. (1981) 'Some unpleasant monetarist arithmetic', *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5(3), pp. 1–17.

Shah, T. y Hausmann, R., 2026. *Un Giro Económico para Bolivia: Oportunidades y Desafíos en Agricultura*. Growth Lab Working Paper, John F. Kennedy School of Government, Harvard University.

Shaw, E.S. (1973) *Financial Deepening in Economic Development*. Nueva York: Oxford University Press.

Visión 360 (2025) 'Choferes y transporte pesado confirman movilizaciones y paro para el 3 de junio ante la escasez de combustible', *Visión 360*, 29 de mayo.

World Bank (2026) *Grupo Banco Mundial Aprueba US\$200 Millones para Apoyar a Familias Bolivianas y Fortalecer el Sistema de Protección Social*. Comunicado de Prensa, febrero. Washington, D.C.: World Bank.