



# ANÁLISIS DE LOS **BONOS SOBERANOS** Y SU DESEMPEÑO EN LA **ECONOMÍA BOLIVIANA**

*Sociedad Científica Estudiantil de Economía (SCEE-UCB)*





**DIRECTOR:**

Juan Carlos Núñez V.

**COORDINACIÓN:**

Waldo Gómez R.

**SUPERVISIÓN:**

René Martínez C.

**AUTORES:**

Sociedad Científica Estudiantil  
de Economía (SCEE-UCB)

Daniela Fernández

Sergio Mansilla

Aracely Martínez

Diego Peñaranda

**EDICIÓN:**

Jorge Jiménez Jemio

**DIRECCIÓN:**

Calle Quintín Barrios # 768

**TELEFAX:**

(591-2) 2125177 – 2154641

**CORREO ELECTRÓNICO:**

[fundajub@jubileobolivia.org.bo](mailto:fundajub@jubileobolivia.org.bo)

Publicación con apoyo de Fundación Hanns Seidel  
2019

## ▶ **ÍNDICE**

<b>1.</b>	<b>INTRODUCCIÓN</b>	<b>5</b>
<b>2.</b>	<b>BONOS SOBERANOS</b>	<b>6</b>
<b>3.</b>	<b>CONTEXTO HISTÓRICO DE LA DEUDA EN BOLIVIA</b>	<b>7</b>
<b>4.</b>	<b>BONOS SOBERANOS EN BOLIVIA</b>	<b>12</b>
<b>5.</b>	<b>ANTECEDENTES DE PAÍSES DEUDORES A TRAVÉS DE BONOS SOBERANOS</b>	<b>15</b>
<b>6.</b>	<b>CONCLUSIONES</b>	<b>20</b>



# ANÁLISIS DE LOS BONOS SOBERANOS Y SU DESEMPEÑO EN LA ECONOMÍA BOLIVIANA

Sociedad Científica Estudiantil de Economía (SCEE-UCB)

Daniela Fernández • Sergio Mansilla • Aracely Martínez • Diego Peñaranda

## ▶ 1. INTRODUCCIÓN

En la historia de la economía boliviana, el país se ha caracterizado por una alta dependencia de las exportaciones de recursos naturales y, en consecuencia, de la volatilidad de precios del mercado internacional. La matriz productiva está compuesta, en su mayoría, por productos de naturaleza extractivista (gas y minería), por lo que el país ha experimentado periodos de recesión y de auge, acordes a la fluctuación de los precios internacionales. Además, en los últimos 10 años, la política fiscal se caracterizó por una tendencia de decisiones procíclicas (Terán & Serrudo, 2017), es decir, se optó por mayor gasto en etapas de auge y por reducciones del mismo en periodos de desaceleración o recesión. Siguiendo esta ruta, se puede afirmar que Bolivia tiene tres tipos de financiamiento o ingresos clave para la ejecución de políticas: la recaudación tributaria, los Ingresos extraordinarios provenientes de *booms* en los precios internacionales (windfall revenues, en inglés) y la deuda externa.

El nivel de endeudamiento para un país es fundamental. Diversos autores (Acemoglu, 2009; Álvarez y Álvarez, 2015; Barro, R. J. y Sala-i-Martin, 2009), al explicar y analizar el crecimiento y desarrollo económico desde diferentes perspectivas (regímenes políticos de gobierno, cultura, desigualdad, geografía, etc.) destacaron que es necesario que un país no esté endeudado severamente para alcanzar la prosperidad económica. Al tener deuda, se maneja como inviable cualquier política que excluya el cumplimiento de las obligaciones financieras de un país, impidiendo que se tengan objetivos soberanos que no incluyan el pago de la deuda.

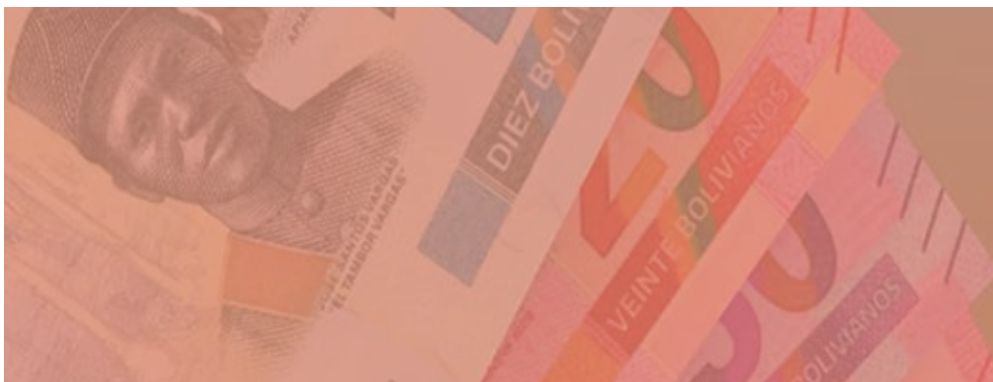
El presente documento tiene como propósito exponer específicamente uno de los componentes de la deuda externa que más relevancia fue tomando en el debate público en los últimos años: los bonos soberanos. En la primera parte se presenta un marco conceptual para definir el concepto de bonos soberanos y se explica su funcionamiento; después, se pone atención en el momento en el que fueron emitidos para precisar el contexto histórico de la deuda en Bolivia; consecuentemente, se consideran los posibles escenarios ante el incumplimiento de pago por emisión de bonos soberanos, ejemplificando la situación ocurrida en Argentina con el default sucedido en 2001; finalmente, se plantean alternativas y recomendaciones de política, conjuntamente con las conclusiones resultantes de todo el análisis.

## 2. BONOS SOBERANOS

Un bono es un instrumento de deuda que puede ser emitido por instituciones públicas o privadas utilizado para obtener fondos a través de mercados financieros. Los bonos son lanzados al mercado por entidades privadas o públicas a través de subastas o bolsas de valores. Cuando un individuo adquiere un bono, adquiere el derecho a recibir una serie de pagos en efectivo relacionados con los intereses que éste genera. Generalmente, los pagos son anuales, pero pueden realizarse en frecuencias distintas, esto dependerá del periodo de cupón (tasa de interés). Otro aspecto importante es que poseen fecha de vencimiento, una vez cumplida esta fecha se cobra el valor nominal (valor original o de emisión) del bono (Brealey et al, 2018). En otras palabras, la persona que compra un bono se convierte en prestamista y la persona que vende el bono en prestatario. El prestatario tiene la obligación de pagar intereses al prestamista y, una vez cumplida la fecha de vencimiento del bono, debe pagar el monto adeudado al prestamista.

El valor nominal es el que aparece en el mismo bono; además, la tasa de interés se calcula sobre este valor. El valor nominal puede diferir del valor de mercado debido a que el último depende del precio al que las personas u otras entidades están dispuestas a comprar y vender. Una entidad gubernamental lanza bonos al mercado con el fin de financiar sus actividades.

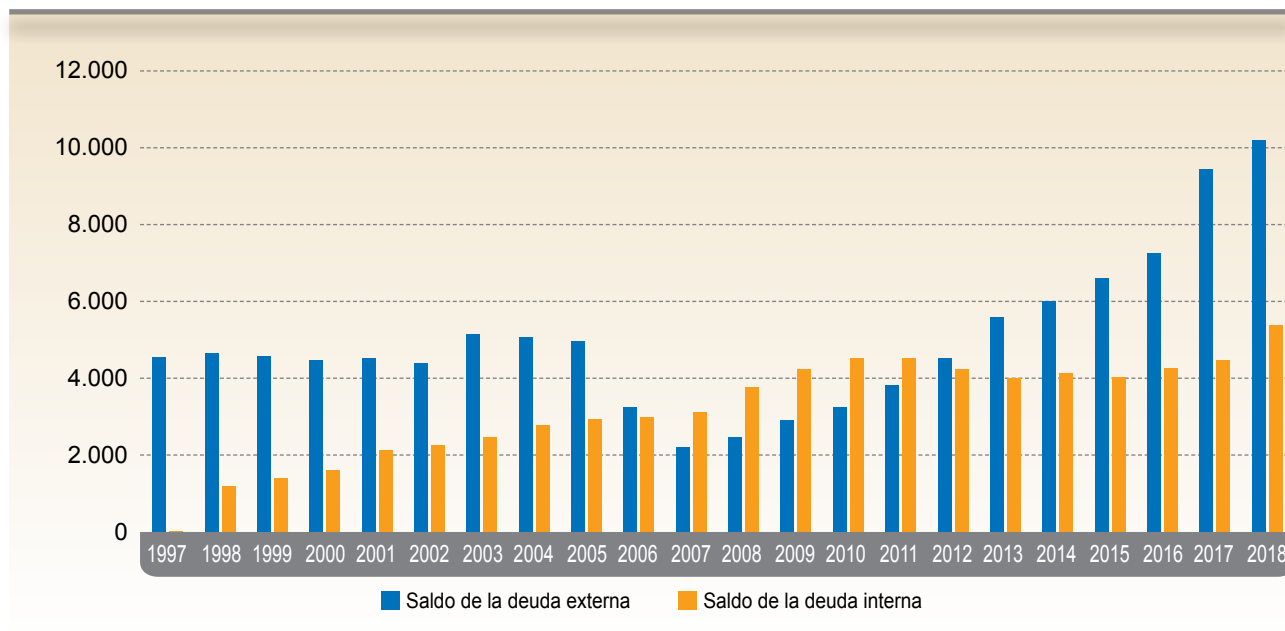
Los bonos soberanos son un mecanismo que usan los gobiernos para financiar servicios gubernamentales y déficits presupuestarios (Fundación Jubileo, 2018). Se denominan soberanos porque su uso no está condicionado por otras instituciones distintas al Gobierno.



### 3. CONTEXTO HISTÓRICO DE LA DEUDA EN BOLIVIA

Respecto a la composición del saldo de la deuda total (Ver Figura 1), la deuda interna ha tenido ligeras fluctuaciones entre 2007 y 2018. Sobre la deuda externa, ésta tuvo una tendencia creciente entre 2007 y 2018. Para 2018, la deuda externa representaba 65,42% de la deuda total y la deuda interna 34,58%.

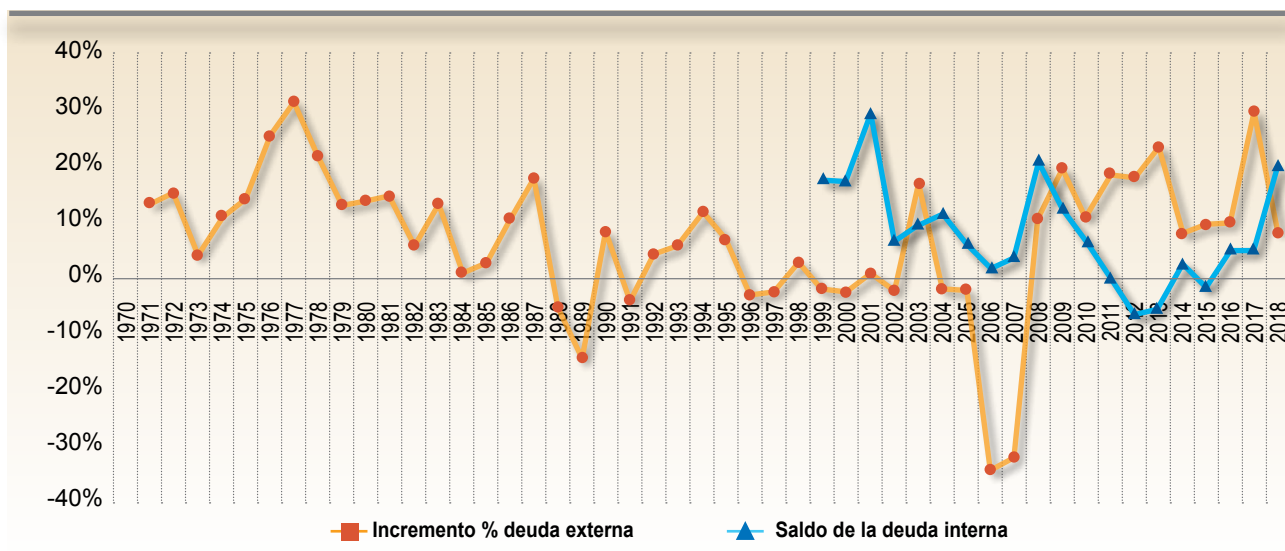
**FIGURA 1**  
Evolución de la deuda externa e interna de Bolivia



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de Fundación Jubileo (Molina, 2018), Banco Central de Bolivia y Ministerio de Economía y Finanzas Públicas del Estado Plurinacional de Bolivia.

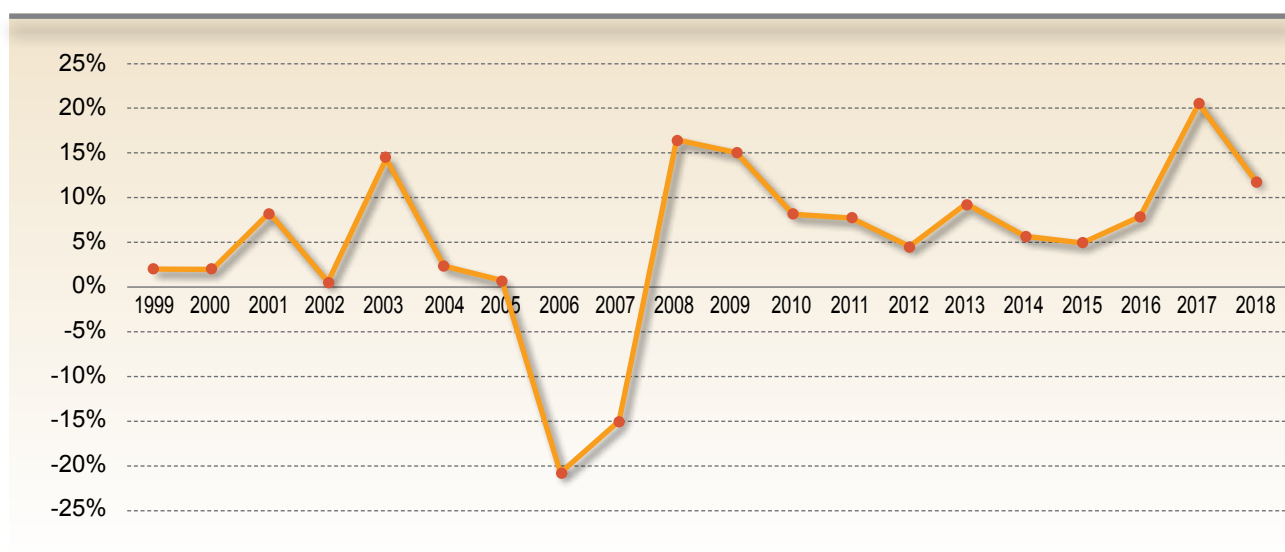
En la Figura 2 se observa la evolución del crecimiento de la deuda interna y externa del país. Es interesante notar que la deuda interna de Bolivia ha tenido una tasa de crecimiento con tendencia negativa en el periodo 1999-2013 (excepto el 2008). A partir de 2014, año en el que una gran parte de los ingresos disminuyó a causa del descenso en los precios internacionales de *commodities*, el crecimiento de la deuda interna fue cada vez más alto; en este gráfico también se puede observar que el crecimiento de la deuda externa ha ido en ascenso a partir de 2007, pero para 2017 llegó a su punto más alto en 40 años. Molina (2018) señala que después de la condonación realizada por la Iniciativa de Alivio de Deuda Multilateral el promedio del incremento de la deuda externa fue de 15,8%. La tasa de crecimiento de la deuda total tuvo una tendencia creciente desde que se realizó la condonación de la deuda externa entre 2006 y 2007 (Ver Figura 3).

**FIGURA 2**  
**Tasa de crecimiento de la deuda externa e interna de Bolivia**



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de Fundación Jubileo (Molina, 2018), Banco Central de Bolivia y Ministerio de Economía y Finanzas Públicas del Estado Plurinacional de Bolivia.

**FIGURA 3**  
**Tasa de crecimiento de la deuda total de Bolivia**



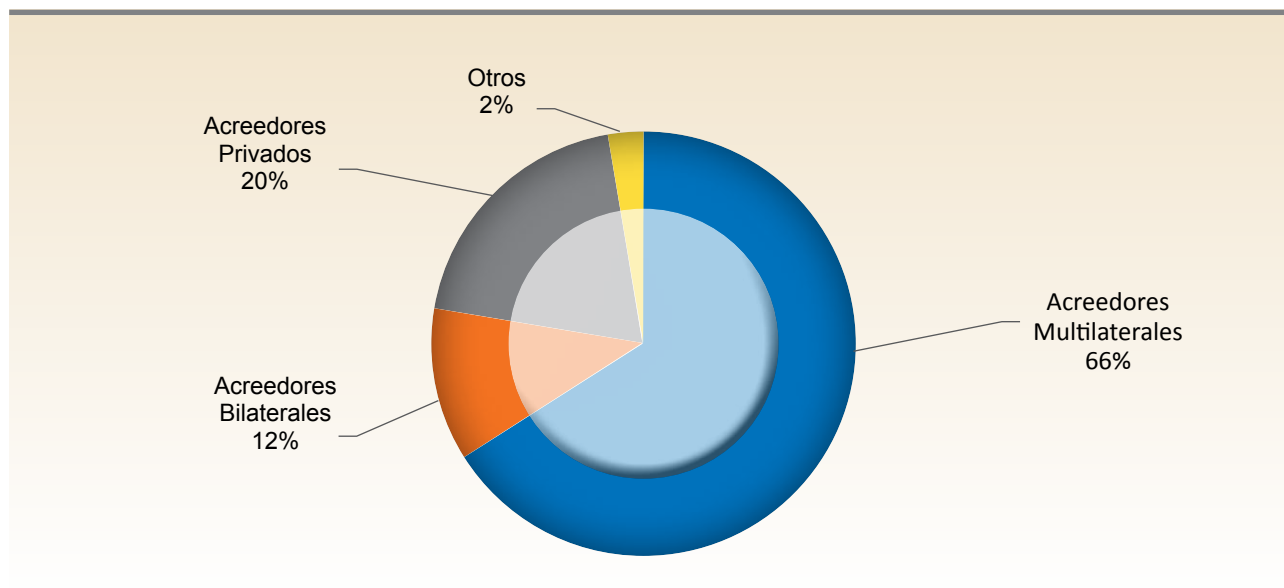
Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de Fundación Jubileo (Molina, 2018), Banco Central de Bolivia y Ministerio de Economía y Finanzas Públicas del Estado Plurinacional de Bolivia.



### 3.1. CLASIFICACIÓN DE ACREEDORES DE LA DEUDA EXTERNA

Para la deuda externa existen diferentes tipos de acreedores que, dependiendo el caso, son también tomados al momento de observar la deuda soberana. Estos son clasificados en acreedores multilaterales, bilaterales, privados y otros.

**FIGURA 4**  
**Composición de la deuda externa según tipo de acreedor, a 2018**



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de Bolivia.

Datos al año 2018 del Banco Central muestran que 66,08% de la deuda total corresponde a acreedores multilaterales, 11,65% a bilaterales, 19,65% a privados y 2,62% a otros acreedores, como el Fondo Monetario Internacional (FMI).

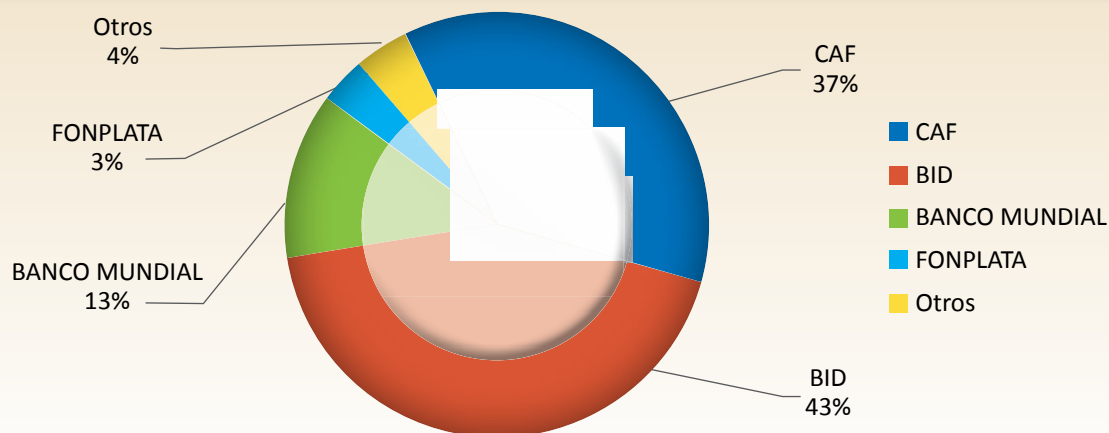
El total de la deuda, al 31 de diciembre de 2018, alcanzó a 10.178 millones de dólares. Según tipo de acreedor, 6.725,62 millones de dólares correspondía a los multilaterales, 1.185,74 millones a los bilaterales, 1.999,98 a los privados y 266,66 a otro tipo de acreedores (Ver Figura 4).

#### • Acreedores multilaterales

Se trata de créditos concedidos por instituciones financieras internacionales. Bolivia ha tenido múltiples acreedores de este tipo, los cuales han jugado un rol importante en la deuda, algunos de ellos son el Banco Mundial, la Corporación Andina de Fomento (CAF), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Fondo Internacional de Desarrollo Agrícola (FIDA), Fondo Financiero para el Desarrollo de los Países de la Cuenca del Plata (FONPLATA), la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), Banco Europeo de Inversiones (BEI), Financiera Nacional de Desarrollo Agropecuario, Rural, Forestal, y Pesquero (FND), entre otros.

Al 31 de diciembre de 2018, el saldo de deuda hacia los acreedores multilaterales asciende a 7911.7 millones de USD, en comparación al saldo que se tenía para 2017 de 7146.9 millones de USD. Del monto de 2018, los montos más altos de deuda son hacia el BID y la CAF, con 2905.5 y 2454.6 millones de USD respectivamente (Ver Figura 5).

**FIGURA 5**  
**Composición de la deuda, según acreedores multilaterales, al 31/12/18**



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de Bolivia.

#### • Acreedores bilaterales

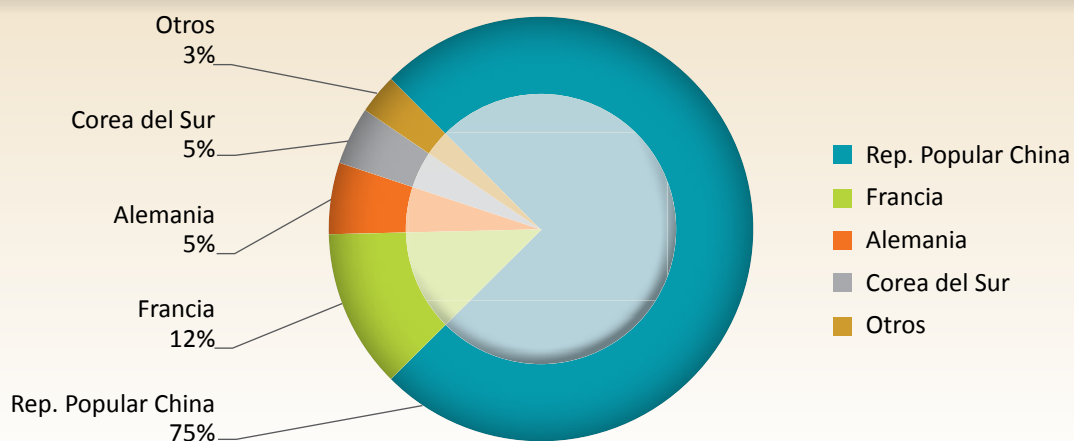
Por otra parte, los créditos bilaterales corresponden a los Estados o a sus instituciones competentes.

Los créditos bilaterales son financiados de dos maneras: la primera es a través del gobierno acreedor, y la segunda a través de las instituciones del gobierno acreedor con fines de desarrollo para países emergentes, usualmente.

Ante dificultades de pago de los países deudores, fue posible renegociar la deuda con los países acreedores a través del Club de París, que se puede definir como una asociación informal de la que forman parte 19 países como miembros fijos, éstos son: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Holanda, Irlanda, Italia, Japón, Noruega, Rusia, Suecia, Suiza y Reino Unido.

En el caso boliviano, existió un aumento en los préstamos bilaterales, de 987,2 millones de dólares, en 2017, a 1.186 millones, en 2018; siendo los principales acreedores la República Popular de China (\$us 890,5 millones), Francia (\$us 145,1 millones), y Alemania (\$us 62,6 millones), entre otros (Ver Figura 6).

**FIGURA 6**  
**Composición de la deuda, según acreedores bilaterales, al 31/12/18**



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de Bolivia.

### • Acreedores privados:

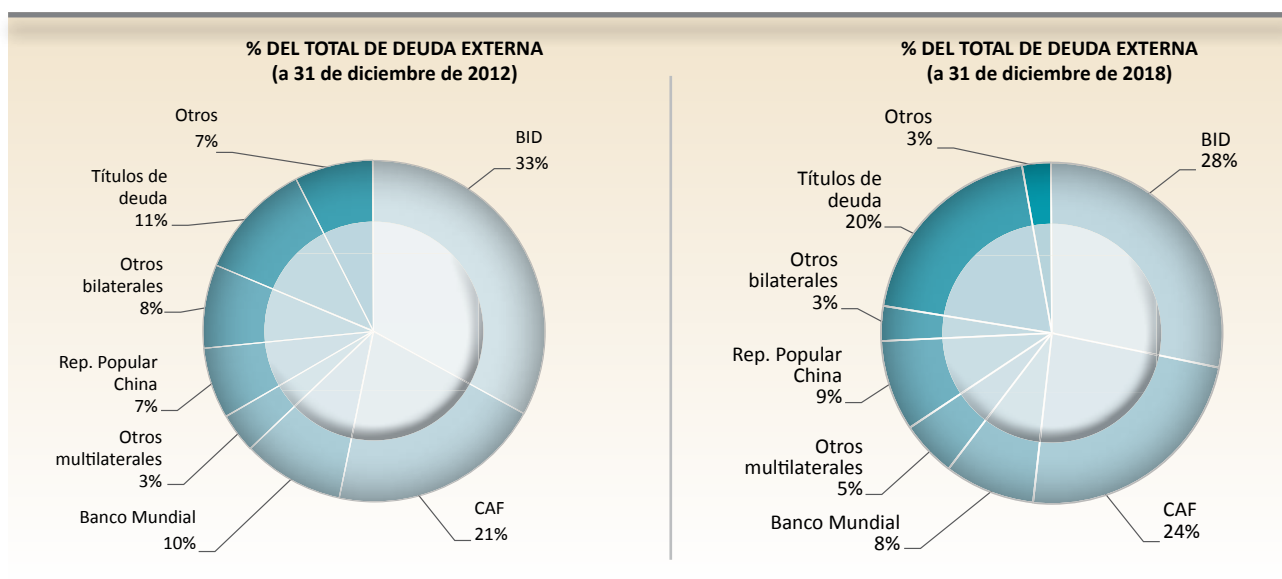
Los acreedores privados son portadores de bonos, entidades financieras comerciales y proveedores de otro tipo.

Acorde al Informe de la Deuda Externa Pública, en la gestión 2018 se contrataron 13 créditos de deuda por un total de 1.504,9 millones de dólares. Se contrataron 101,1 millones con el banco comercial Danske Bank SA de Dinamarca, como nueva fuente de financiamiento, que contribuye a diversificar las fuentes de financiamiento del país.

## 3.2. COMPOSICIÓN DE LA DEUDA EXTERNA POR ACREEDORES

En la Figura 7 se observa la composición de la deuda externa por acreedores para los años 2012 y 2018. Los mayores acreedores, en ambos periodos, son el BID, la CAF y los Títulos de Deuda que corresponden a los Bonos Soberanos.

**FIGURA 7**  
**Composición del total de deuda externa. Comparación de 2012 y 2018**



Fuente: Informes de Deuda Externa 2012 y 2018, BCB

La deuda con la República China pasó de 7% a 9 % de la deuda externa. La deuda con el BID pasó de representar 33% de la deuda externa a 28% de la misma. La deuda con el Banco Mundial equivalía a 10% de la deuda externa el 2012, para el año 2018 fue 8%.

En cuanto a la deuda con la CAF, ésta representaba 21% para el año 2012 y 24% para 2018. Además, se observa que para el año 2012 la deuda emitida por los bonos soberanos representaba 11% de la deuda externa total y para 2018 subió a 20%; al ser éste un componente importante de la deuda, merece un estudio analítico más profundo.

## 4. BONOS SOBERANOS EN BOLIVIA

### 4.1. HISTORIA DE LOS BONOS SOBERANOS

En Bolivia, los bonos soberanos fueron emitidos en tres oportunidades, todas a un plazo de 10 años y tasas de interés diferentes (ver Tabla 1).

Bolivia entró por primera vez al mercado internacional de capitales el 22 de octubre de 2012, con una emisión de 500 millones de dólares, que continuó el 2013 con una emisión del mismo monto. Para esto se seleccionó a los bancos Goldman Sachs y Bank of America Merrill Lynch para que acompañen todo el proceso de emisión. Los objetivos de las emisiones, mencionados por el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de Bolivia son:

- Posicionar a nivel mundial al Estado Plurinacional de Bolivia como una economía exitosa en sus políticas macroeconómicas con redistribución del ingreso.
- Diversificación de las fuentes de financiamiento para el sector público.
- Referencia para el acceso a los mercados internacionales en beneficio de empresas públicas y privadas locales.

Posteriormente, el 13 de marzo de 2017 se emitieron bonos soberanos por tercera vez, por un valor de 1.000 millones de dólares. En la Tabla 1 se pueden observar las tres emisiones con los detalles más importantes de las mismas.

**TABLA 1**  
**Emisiones de Bonos Soberanos**

Año de Emisión	Monto (millones de \$US)	Tasa de Interés (Cupón)	Plazo
2012	500	4,875%	10 años
2013	500	5,95%	10 años
2017	1.000	4,5%	10 años
<b>TOTAL</b>	<b>2.000</b>		

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Departamento de Deuda Externa, BCB.

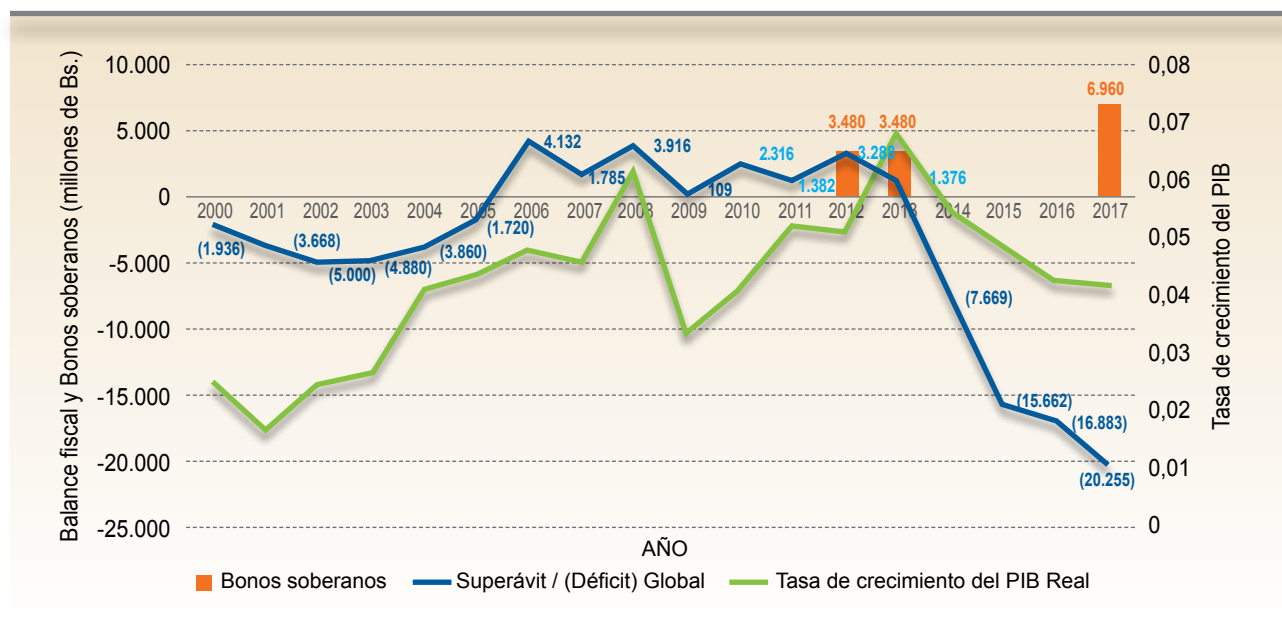
Aparte de las tres emisiones mencionadas, existen otros dos intentos que no se llegaron a concretar. El año 2015 se propuso, mediante una ley financiera, la emisión de bonos por 1.000 millones de dólares; mientras que el 2018 se incluyeron nuevamente 1.000 millones de dólares al Presupuesto General del Estado, provenientes de una cuarta emisión. Además, la Ley del Presupuesto General del Estado de la gestión 2019 autoriza la emisión de 1.000 millones de dólares para apoyo presupuestario.

Los montos captados por estas emisiones de bonos llegaron a un total de 2.000 millones de dólares, según el Ministerio de Economía y Finanzas de Bolivia, los cuales están destinados únicamente a proyectos de inversión pública en infraestructura (Ministerio de Economía y Finanzas de Bolivia, 2017; BCB, 2013), que serán detallados más adelante en el documento. Como se menciona en el documento “Pasado y presente de la deuda pública en Bolivia: 1970 - 2017”, publicado por Fundación Jubileo en la gestión 2018, es importante que este incremento en el endeudamiento externo resulte en inversión pública eficiente que aumente la productividad y, por tanto, fortalezca el pago de la deuda.

Llama la atención que los dos primeros años de emisión de bonos se hayan dado en el periodo de auge en la economía boliviana (ver Figura 8). Entre los años 2012 y 2013, el PIB (a precios constantes) creció en 6,8%, el Sector Público No Financiero tuvo un superávit fiscal de 3.288 millones de bolivianos, en 2012, y de 1.276

millones de bolivianos en 2013. Por su parte, el Tesoro General de la Nación (TGN) registraba superávit de 1.800 y 4.000 millones de bolivianos durante las emisiones de 2012 y 2013, respectivamente; y en déficit de 8.600 bolivianos para la emisión de 2017.

**FIGURA 8**  
**Bonos Soberanos, Balance Fiscal y Tasa de Crecimiento del PIB Real (a precios constantes, en millones de Bs)**



Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de Bolivia.

## 4.2. ACREEDORES DE LOS BONOS

Es importante indagar sobre los acreedores de los bonos emitidos. ¿Cómo está compuesta la deuda adquirida por la emisión de bonos? ¿Qué tipo de entidades compraron los bonos?

No obstante a que la información sobre los procesos de compra de los bonos no es pública, algunas versiones señalan que fueron obtenidos en gran parte por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). El 14 de julio del año 2018, el economista Alberto Bonadona publicó una columna de opinión titulada “Endofagia de los Bonos Soberanos” (periódico Página Siete), en la que menciona “un monto de 845 millones de dólares colocados en estos títulos de deuda de un total de 15.980 millones administrados por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Esto significa un 5,3% del valor de los fondos en manos del Sistema Integral de Pensiones (SIP) y por encima del 42% de los bonos soberanos”.

Revisando los datos del valor de los fondos de inversiones de las AFP Futuro y Previsión, y la diversificación de la cartera de inversiones de las mismas, a noviembre de 2018, se observa que del total de inversiones realizadas por AFP (17.209,97 millones de dólares), el 4,65% está destinado a la compra de Bonos de Deuda Soberana de Bolivia. Este porcentaje representa un total de 800,44 millones de dólares; es decir 40,02% de los 2.000 millones de dólares emitidos en bonos soberanos desde el año 2012 (ver Tabla 2).

**TABLA 2**  
**Inversión de las AFP en bonos soberanos, a noviembre de 2018**

Valor total de los fondos de inversión de las AFP (millones de \$US)	Valor invertido en bonos soberanos (millones de \$US)	Porcentaje invertido en bonos soberanos (%)
17.209,97	800,44	4,65

Fuente: Diversificación de la Cartera del FCI por Emisor, Instrumento y Calificación de Riesgo, APS.

No se pudo identificar al resto de los compradores de los bonos soberanos.

### 4.3 USO DE LOS MONTOS OBTENIDOS

Resulta importante conocer el uso específico del monto obtenido a través de los bonos. El Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de Bolivia (publicación Eco Noticias), informó que el uso del monto obtenido de las dos primeras emisiones de bonos soberanos había sido destinado a proyectos de infraestructura vial (ver Tabla 3).

**TABLA 3**  
**Uso del monto obtenido por los bonos soberanos de 2012 y 2013**

Nº	Proyecto	Departamento	Último monto certificado (\$US)
1	Construcción Doble Vía Río Seco - Huarina	La Paz	60.886.117
2	Construcción Doble Vía Huarina - Tiquina	La Paz	40.332.314
3	Construcción Doble Vía Huarina - Achacachi	La Paz	23.997.974
4	Construcción Carretera Turco Cosapa - Cruce Ruta F4	Oruro	49.442.383
5	Construcción Carretera Turco Cosapa - Cruce Ruta F4	Beni	81.000.000
6	Construcción Puente Madre de Dios Pando	Pando	28.879.916
7	Construcción Puente Beni 2	Beni - Pando	19.103.874
8	Construcción Puente Mamoré (diseño)	Beni	1.938.921
9	Construcción Carretera Entre Ríos - Palos Blancos	Tarija	83.966.220
10	Construcción Circunvalación Ciudad de Huanuni	Oruro	11.386.205
11	Construcción Segundo Cruce Río Seque - La Cumbre La Paz	La Paz	21.911.690
12	Construcción Doble Vía caracollo - Confital	Oruro	172.490.279
13	Construcción Doble Vía Puente I chilo - Ivirgarzama	Cochabamba	138.909.725
14	Construcción Carretera Puerto Rico - El Sena	La Paz	77.945.087
15	Construcción del Puente Rurrenabaque	La Paz	20.000.000
16	Construcción de Puentes Ipurupuru - Machupo I y II	Beni	8.146.054
17	Construcción del Puente Copacabana - Villa Tunari sobre el Río Espíritu Santo - Chapare	Santa Cruz	4.124.441
18	Puente Mineros	Cochabamba	4.500.000
19	Puente Itonama	Santa Cruz	2.961.346
20	Puente Fernández Alonzo	Beni	2.000.000
21	Diseño del Puente Beni 3	Beni - Pando	2.573.809
22	Construcción Carretera Rayelo - Llallagua, Const. Carretera Ravelo - Sucre y Const. Pavimentación Tramo Santa Bárbara - Quiquibey	La Paz - Potosí - Chuquisaca	92.653.604
23	Aplicación Ley N° 550 de 21/7/2014		26.032.684
<b>Total Recursos Asignados ABC</b>			<b>975.182.643</b>
24	Construcción de 46 Puentes en Zonas Productivas del Trópico de Cochabamba	Cochabamba	5.028.736
25	Construcción Avenida Tunel El Abra • Chifñata. Fase I	Cochabamba	2.658.046
26	Proyectos de Infraestructura Productiva y Social en Beneficio del Dpto. de La Paz (Puentes Depto. La Paz)	La Paz	5.100.575
<b>Total recursos asignados a entidades territoriales</b>			<b>12.787.357</b>
<b>Uso total de bonos soberanos I y II</b>			<b>937.970.000</b>

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (2017), Bolivia.

Por su parte, los recursos obtenidos de la tercera emisión de bonos habrían sido destinados a la construcción de hospitales de cuarto nivel en La Paz, Cochabamba, Tarija y Santa Cruz.

## 5. ANTECEDENTES DE PAÍSES DEUDORES A TRAVÉS DE BONOS SOBERANOS

Una vez definidos los bonos soberanos y habiendo explicado el contexto boliviano es necesario delimitar el alcance de los mismos, estableciendo una relación directa con la deuda a la que incurre un Estado. Es decir, corresponde plantearse la pregunta ¿hasta qué punto podemos endeudarnos?

Latinoamérica es uno de los escenarios principales para analizar la deuda a través de las diferentes crisis, tanto económicas como políticas, que ha vivido la región en el transcurso de su historia, donde se observan episodios de impagos o reestructuración de la deuda en diferentes países. Existe evidencia reciente de Estados que han llegado a grandes *defaults* en la última década, como ser Argentina o Venezuela.

En cuanto al *default*, se define como el resultado de la falta de pago de un servicio de deuda, el cual no ha sido cumplido en la fecha de vencimiento o en el periodo de gracia especificado (e.g., Gooch & Klein 1992, Buchheit 2000). Agencias calificadoras de riesgo, como Moody's, definen a un *default* como la circunstancia donde se dan los siguientes eventos:

- Fallo de pago dentro del periodo de gracia en un acuerdo de deuda.
- Un intercambio de deuda en incumplimiento que reduzca la obligación financiera del soberano para evitar el *default*.
- Cambio unilateral en términos de pago, a través de redenominación de la deuda, o un cambio forzado en otro aspecto del acuerdo inicial, como la indexación (Moody's 2018).

De esta forma, el FMI detalla los costos de entrar en un *default* como los siguientes:

- Pérdida de acceso a los mercados internacionales.
- Daño colateral para la economía.
- *Spillovers* en el sector bancario doméstico.
- Demandas legales de los acreedores.

Asimismo, para reducir la incidencia del costo de un *default*, Ams et al. (2018) sugieren las siguientes estrategias:

- Se pueden dar acuerdos entre los gobiernos y los acreedores que permitan reducir las tasas de interés, como también acuerdos que permitan extender el plazo de vencimiento de la deuda pendiente.
- Se puede dar el caso de que el Gobierno Central ofrezca a los acreedores reestructurar la deuda, donde la deuda vigente se cambia por una nueva, generalmente en términos menos favorables. A esto se conoce como el mecanismo *rollover*.
- Se efectúan compras gubernamentales de deuda con descuentos sustanciales.
- Puede llegar a ocurrir una conversión de notas del Banco Central en nueva moneda de valor nominal inferior al equivalente.
- Se efectúan canjes de deuda soberana por capital (usualmente relacionados con programas de privatización) en términos desfavorables.

### 5.1. UNA BREVE DESCRIPCIÓN DEL DEFAULT ARGENTINO Y CAPACIDAD DE PAGO BOLIVIANO

Como se había mencionado anteriormente, son numerosos los países que han caído en un *default* a causa de la deuda, y no solamente en la región sino a escala global: Rusia en 1998, Islandia en 2008 o Grecia en 2009. Sin embargo, dentro de la región, uno de los casos más sobresalientes es el de Argentina, cuyo *default*, en 2001, fue tan crítico que sus consecuencias se han extendido hasta el presente.

Haciendo un breve contexto histórico, Argentina suspendió pagos en diciembre de 2001, llevando a un default que afectó tanto a sus acreedores como al mismo país. El motivo principal por el cual el presidente Adolfo Rodríguez Saá tomó esta decisión fue la crisis que venía arrastrándose en Argentina desde 1991, a causa de la paridad fija entre el peso argentino y el dólar americano, que, si bien en un principio ayudó a reducir la inflación que sufría el país, llevó a una crisis económica más adelante, la cual tuvo que ser solventada por deuda y refinanciamiento de la misma. Los fondos que estaban previstos para el pago de la deuda exterior serían utilizados para planes de creación de fuentes de trabajo y de atención social.

Sin embargo, al haber vencido los plazos de pago e incluso la ampliación de los mismos, Argentina tuvo que renegociar su deuda con todos los acreedores. En el caso de los privados, se acordó un importe de 100.000 millones de dólares (el mayor impago de la historia) en bonos emitidos por Argentina, y, como consecuencia ante la falta de pago, Argentina perdió totalmente su acceso al financiamiento externo, sin la posibilidad de emitir deuda.

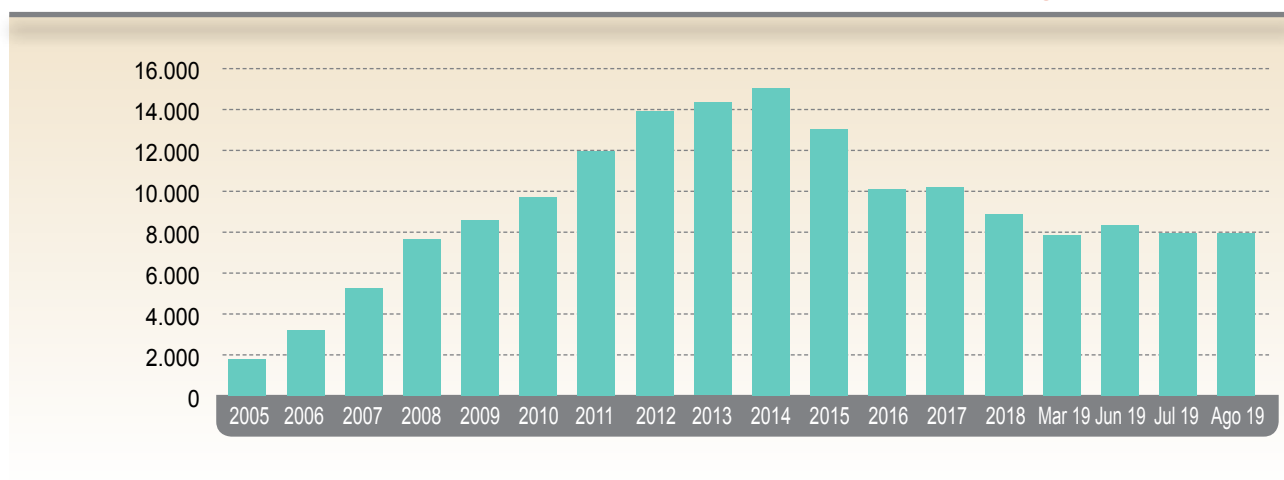
Con el fin de recuperar el acceso a los mercados financieros internacionales, los canjes de deuda de 2005 y 2010 cubrieron el 93% de la deuda total sobre la que se incumplió en 2001. Los acreedores “holdout” se quedaron con el restante 7% de la deuda en incumplimiento, con un valor nominal de 6.000 millones de dólares.

A inicios de 2016, tras 15 años de litigios, Argentina alcanzó un acuerdo con 90% de los “holdout” y después de un largo contencioso legal, aceptó pagar la totalidad a los bonistas que rechazaron dicho canje. Con todo ello, Argentina pudo emitir 16.500 millones de dólares de deuda, marcando así su regreso a los mercados financieros internacionales.

A pesar de ello, hasta la fecha, Argentina sigue en un periodo de reestructuración económica, donde su moneda ha llegado a estar tan afectada que 1 dólar estadounidense equivale a 45,17 pesos argentinos para agosto de 2019, siendo que, en su momento, y antes de que toda la economía vaya en caída, 1 dólar estadounidense equivalía a 1 peso argentino. Pero, claro, esta fue una de las causas por las cuales comenzó la crisis.

El escenario argentino es uno de los más riesgosos a los que se podría llegar, al verse el país vetado del ingreso a los mercados financieros internacionales, y con calificaciones de riesgo muy poco beneficiosas, entre otras desventajas. A pesar de ello, Bolivia aún posee los recursos de las Reservas Internacionales Netas (RIN) (ver Figura 9) y las del Tesoro General de la Nación (TGN) como soporte ante dificultades del pago de deuda. Sin embargo, dependerá de la solvencia del país, la reducción sostenible del déficit y su capacidad de ahorro para administrar los recursos tomando en cuenta que las emisiones de 2012 y 2013 tienen un vencimiento en menos de cinco años, a partir de la presente publicación.

**FIGURA 9**  
**Evolución de las Reservas Internacionales de Bolivia (en millones de dólares), a agosto de 2019**



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de Bolivia.



Acorde a datos del Ministerio de Economía, la cuenta de déficit/superávit global del TGN para 2018 registra un déficit de 11.400 millones de bolivianos (aproximadamente), esto debido a un crecimiento en los gastos de capital. Por lo tanto, se podría intuir que, en caso de realizar desembolsos para el pago de deuda y de bonos soberanos, la base más fuerte del país se encuentra en las RIN, siendo el instrumento más confiable que podría usarse, incluso, llegado un caso tan urgente que requiera de un pago inmediato para aminorar la deuda adquirida.

## 5.2. RIESGO SOBERANO (RIESGO PAÍS)

El riesgo soberano suele referirse al riesgo al que un gobierno podría incurrir si no cumpliera con sus obligaciones de deuda. Por ejemplo, cuando un bono se acerca a su fecha de vencimiento y un gobierno no tiene los suficientes recursos para pagar la deuda, usualmente se reestructura la deuda mediante la ampliación de plazos, o la ampliación del monto de deuda. Sin embargo, el riesgo soberano o el riesgo país también puede referirse a regulaciones impuestas que restringen la habilidad de los usuarios para cumplir sus obligaciones, como por ejemplo restricciones en la moneda extranjera.

Para poder medir el riesgo soberano, los inversionistas usan las calificaciones que proveen las agencias calificadoras de riesgo, como Moody's, Standard & Poor's y Fitch Ratings. Estas agencias toman en cuenta la deuda histórica del país, su capacidad de pago, el cumplimiento de anteriores deudas y otras características sociopolíticas, como gobernanza e institucionalidad. En el Anexo 1 se detallan las distintas calificaciones de riesgo que puede obtener un país.

Una calificación baja da la señal de una economía poco estable, con indicadores volátiles que reflejan condiciones fiscales en deterioro, resultados negativos en los indicadores macroeconómicos del país, un elevado riesgo político y condiciones que inducen a la pérdida de soberanía, entre otros. Ante un *default*, la calificación de un país disminuye sustancialmente, lo cual restringe su participación en los mercados financieros internacionales, siendo el mercado el instrumento que penaliza al usuario hasta que la deuda pendiente logre ser pagada (en su totalidad o en cierta proporción definida con los acreedores) y se establezca tanto el escenario político como económico del país.

Un informe de Moody's (28 de febrero de 2019) indica que Bolivia, mantiene la calificación de Ba3. De la misma forma, la página de S&P indica que la calificación del riesgo soberano nacional es de BB- al 13 de diciembre de 2018. Fitch también mantiene la calificación de BB-, siendo su último reporte el 3 de julio de 2018. Estas tres calificaciones indican que el país enfrenta inestabilidad debido a incertidumbre y su exposición a condiciones adversas (ver Anexo 1). En cuanto a los bonos soberanos, Bolivia ha mantenido una calificación dentro del grado de inversión no especulativo.

**TABLA 4**  
**Calificación de los bonos soberanos**

Calificadoras de riesgo	2012	2013	2017
Moody's	Ba3	Ba3	Ba3
S&P	BB-	BB-	BB

Fuente: Elaboración Propia en base a datos del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

A pesar de haber logrado colocar un valor total de 2.000 millones de dólares en los mercados internacionales, los bonos deben ser tratados como instrumentos de cuidado. Ante la falta de impago de los mismos, Bolivia puede caer en la escala establecida por las agencias internacionales, convirtiéndose en un mercado poco atractivo para los inversionistas. Si bien la periodicidad de estas emisiones se encuentra todavía vigente, es importante demostrar una buena capacidad de pago para obtener calificaciones más altas que puedan ayudar al país a mantener su posicionamiento en los mercados internacionales y que permitan mantener una solvencia económica demostrable.

## Comparación con otros países extractivistas (SWF) Deuda soberana vs. Fondos soberanos

¿Fue una buena decisión ingresar a los mercados de capitales a través de bonos soberanos? Como se mencionó, la fuente principal de ingresos en Bolivia viene de la exportación de productos naturales no renovables, especialmente de gas natural. Los ingresos procedentes de los recursos naturales agotables se distinguen de otras fuentes de rentas en dos aspectos clave: al derivarse del agotamiento de una reserva finita de recursos son intrínsecamente temporales y porque los precios de los productos básicos son muy volátiles. Ante estas dos diferencias, las economías basadas en esta actividad deben orientar sus políticas económicas de manera distinta.

Una de las políticas diferenciadas que podría realizar Bolivia por ser primario-exportadora es el cambio total de nuestro manejo de bonos soberanos. En vez de préstamos de dinero en una época con altos ingresos (y por lo tanto niveles elevados de consumo, ahorro e inversión), una práctica fiscalmente prudente es crear un “Fondo de Riqueza Soberano” (o SWF, por su sigla en inglés), que es lo contrario a lo realizado previamente en el país.

Los fondos de riqueza soberanos son fondos de inversión de propiedad estatal que invierten en activos reales y financieros, como acciones, bonos, bienes raíces, metales preciosos, divisas o en inversiones alternativas, como capital privado o fondos de cobertura. Al invertir en los mercados globales, un país puede protegerse contra las caídas en los precios internacionales de los recursos que extrae, desaceleraciones del mercado o cualquier riesgo sistémico derivado de su dependencia de alguna industria. Los SWF también le permiten a una nación hacer inversiones en industrias que están en alza y necesitan capital para crecer.

El fondo de Noruega es el más grande del mundo en términos de riqueza acumulada (le siguen de cerca uno de los fondos de China y el fondo de la Autoridad de Inversión de Emiratos Árabes Unidos). Vale la pena detenerse a analizar este fondo un poco más en profundidad, ya que es el más importante y transparente del mundo. Según datos del SWF Institute, superó el valor de mercado de un billón de dólares estadounidenses en 2017, y continúa en crecimiento. Además, según el Índice de Transparencia Linaburg-Maduell (que mide la facilidad con la que se pueden observar los datos de las actividades financieras de cada fondo) el país nórdico cuenta con una clasificación de 10 sobre 10. Su fondo de inversiones fue creado con el fin de “garantizar una gestión responsable y a largo plazo de los ingresos procedentes de los recursos noruegos de petróleo y gas”. Tiene como plan asegurarse de que esta riqueza, proveniente de la venta de recursos naturales, beneficie tanto a las generaciones actuales como futuras. Además, según su portal web oficial, este fondo tiene una pequeña participación en más de 9.000 empresas de todo el mundo, entre ellas Apple, Nestlé, Microsoft y Samsung. En promedio, el fondo posee el 1,4% de todas las empresas que cotizan en bolsa en el mundo.

Si bien en Bolivia no existe un fondo soberano como tal, en el país sí existe una cuenta dependiente del Estado cuya función específica es apoyar a distintas empresas estatales. El 2012 se creó el Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO). Bajo la Ley 232, se dispuso que disponga de 1.200 millones de dólares con la finalidad de “financiar la inversión de emprendimientos productivos del Estado que generen excedentes” [Ley 232]. La información de los préstamos efectuados por el FINPRO está disponible en detalle en los “Informes de Política Monetaria” del Banco Central de Bolivia. Sin embargo, no se encontró información sobre la rentabilidad de estas inversiones o sobre el pago de estas deudas (de las empresas que las contrajeron hacia el Estado). Es importante mencionar que, a diferencia del SWF noruego en el que la base económica del fondo viene de las ganancias provenientes del petróleo, la financiación del FINPRO llega desde el fondo del Tesoro General de la Nación mediante una ley.

Los Fondos Soberanos de Riqueza parecen ser una alternativa para que las economías con altas variaciones en los ingresos públicos aseguren niveles de consumo y liquidez estables, y proporcionen recursos para inversiones a largo plazo. Los países que dependen del comercio impredecible de recursos naturales (como es el caso de Bolivia) podrían ser víctimas de la llamada “maldición de recursos naturales” y, además, caer en la “enfermedad holandesa”. Esto quiere decir, a grandes rasgos, que podrían no tener la capacidad de transformar sus activos naturales en activos reales que generen ingresos sostenibles en el largo plazo (y en cambio despilfarran sus beneficios extraordinarios de una manera que debilita el potencial de la economía a largo plazo). Con un fondo soberano bien orientado y administrado, estos problemas podrían disminuir.

Para que funcione un SWF en una economía en desarrollo se debería considerar que pueden surgir diversos problemas potenciales con este esquema (sobre todo ligados a corrupción, nepotismo y falta de transparencia), creando así distorsiones económicas y políticas negativas. Siguiendo las recomendaciones de Triki & Faye (2011), se tendrían que realizar principalmente tres acciones para garantizar niveles aceptables de transparencia política al manejar un Fondo Soberano de Riqueza: 1) Aclarar las funciones, los objetivos y las responsabilidades del fondo; 2) Sincronizar cuidadosamente los depósitos y retiros de los fondos soberanos con los ingresos del país provenientes de la venta de recursos naturales no renovables; 3) Implementar estructuras sólidas de gobernanza para asegurar que los recursos estén bien administrados y que las estrategias de inversión de los fondos soberanos apoyen las políticas macroeconómicas y los planes de desarrollo del país. Todas estas recomendaciones deberían ser seriamente consideradas si se quiere realizar un verdadero fondo soberano en Bolivia.

### 5.3 ¿QUÉ SE PODRÍA HACER AL LLEGAR LAS FECHAS LÍMITE DE PAGO?

Como se mencionó previamente, los bonos emitidos por el TGN boliviano en 2012, 2013 y 2017 tienen que ser pagados después de un periodo de 10 años a partir de cada emisión. Esto quiere decir que en tres años (2022) Bolivia debe desembolsar el monto de 500 millones de dólares (más intereses compuestos de 4,875% anuales); un año después (2023), el mismo monto, pero con una tasa de interés de 4,95% y, finalmente, en 2027 se tendrá que pagar la suma de 1.000 millones con una tasa de interés de 4,5%. Llegados estos momentos, existen tres opciones principales:

**Pagar la totalidad de las sumas.** Esto sería posible realizando un retiro directamente desde las Reservas Internacionales Netas (RIN) del Banco Central de Bolivia (mediante movimientos en los fondos del TGN). Según información del Informe de la Administración de las RIN del BCB, al 31 de diciembre de 2018, las RIN alcanzaron a 8.946,3 millones de dólares. El ratio de Reservas Internacionales respecto al PIB para la gestión 2018 fue de 22%. Esta opción parecería ser adecuada, sin embargo, la evolución de tales reservas es muy preocupante: pasó de 15.122,8 millones de dólares en 2014 a menos de 9.000 millones en cuatro años (es decir, alrededor de 1.500 millones de dólares menos por año). Pagar los montos prestados representaría utilizar una gran parte de lo que nos quede de reservas actuales.

**Recurrir a más deuda para pagar la deuda inicial.** Esta opción, llamada refinanciamiento de la deuda o *rollover*, es la más plausible para los hacedores de política. Se refiere a la práctica de “reinvertir” un préstamo o una deuda, en la que el prestatario paga al acreedor un cargo adicional para extender la fecha de vencimiento del bono. Este cargo adicional aumenta el costo del préstamo y la tasa de interés también podría aumentar. Si bien esta acción puede ser riesgosa (ya que puede llevar a algunos deudores a quedar atrapados en un ciclo de deuda) es también muy conveniente porque, en este escenario, no se tendría que pagar el monto prestado por varios años más.

**Declarar default.** La última opción tiene que ver con declarar que la situación económica y financiera del país no permite pagar los montos acordados. Como se vio en la sección 5, el ejemplo de Argentina sugiere que una vez que se declara la incapacidad de pago se podrían tener serias repercusiones negativas para la economía deudora.

## 6. CONCLUSIONES

Bolivia es un país relativamente nuevo dentro de los mercados financieros internacionales. Y si bien es de gran importancia poder posicionarse en los mismos, no solo para buscar calificaciones más altas que permitan reflejar el desempeño y estabilidad del país, sino también para poder ingresar a créditos de mayor amplitud que contribuyan al desarrollo e inversión nacionales futuros; es también necesario tomar en cuenta las características que el documento ha intentado resumir. Observando las consecuencias de la deuda, y sucesos en la historia, asumiendo las recomendaciones que ofrecen entidades internacionales, se debe buscar evitar el peor evento posible: una caída en *default*.

Si bien se menciona que es un logro importante el haber colocado bonos soberanos en los mercados internacionales, no se debe dejar de lado el hecho de que, al parecer, 40% (800 millones de dólares) del valor total emitido de bonos soberanos habría sido adquirido por instituciones privadas nacionales, como las AFP. Además, la calificación recibida de los bonos (y también la calificación de riesgo país al año 2019) muestra que Bolivia se encuentra en una categoría de grado especulativo, el cual no refleja más que una posición neutral y volátil en los mercados internacionales, de acuerdo con los acontecimientos que se puedan llevar a cabo en el país y en el continente.

Los mencionados bonos soberanos emitidos por el TGN tuvieron ventajas y desventajas para la economía del país. Por un lado, le dieron al Estado un ingreso adicional que pudo ser utilizado en inversiones sociales, como infraestructura para educación y salud. Pero, por otro lado, esos préstamos deben ser devueltos (más el monto de intereses), representando esto un costo considerable para los próximos años. Además, al haber sido meramente invertidos en aspectos sociales, su rentabilidad es muy baja y la dificultad para pagar esas deudas es mayor.

Si el objetivo principal era entrar a los mercados financieros internacionales se tienen experiencias de otros países productores de recursos naturales que lograron este objetivo de maneras muy distintas al caso boliviano. En el periodo de auge experimentado hasta el año 2013, al contrario de haber contraído deuda mediante bonos, un Fondo Soberano de Inversión hubiera sido una opción razonable para haber entrado a los mercados de capital internacionales y para el manejo de los ingresos provenientes de recursos naturales. Al destinar el dinero obtenido por las exportaciones de recursos naturales a inversión rentable en el largo plazo, es probable que no hubiera sido necesario incrementar la deuda externa con los bonos soberanos. Noruega, al ser un país exportador de recursos naturales y poseer el mayor fondo soberano de inversión del mundo, provee un ejemplo de políticas positivas y acertadas en este tema. En Bolivia, sería útil en el mediano y largo plazo seguir algunas de las prácticas internacionales similares a las de este país nórdico.

Es también necesario analizar la Ley del Presupuesto General del Estado para la gestión 2019 (y también de futuras gestiones), la cual autoriza al Ministerio de Economía y Finanzas Públicas realizar operaciones de deuda pública en los mercados de capital externos por un monto máximo de 1.000 millones de dólares. ¿Y es recomendable ejecutar esta nueva emisión? Si bien es importante marcar la presencia del país en los mercados financieros internacionales, es también importante observar la posición en la que Bolivia se encuentra en 2019. Con los bonos emitidos en 2012 y 2013, cuyo próximo plazo de pago vencerá en los siguientes tres años (a partir de la publicación), es necesario mantener una posición de ahorro que pueda responder a ese momento; y si bien es posible usar las RIN para ese pago, es importante recalcar la disminución de las reservas en el transcurso de estos 10 años. Sin embargo, este es un análisis de prospectiva, siendo que todavía se desconoce si se llevará a cabo esta política o no, por lo que un análisis posterior con respecto a la situación que pueda llevarse a cabo en los siguientes meses podría hacer énfasis en la posición que el país tendría que asumir ante futuras emisiones y qué políticas o estrategias se aplicarán para responder al pago

de bonos en 2022. Cualesquiera que sean éstas, no debe dejarse de lado que la sostenibilidad de las finanzas públicas y el análisis del nivel de ingresos y gastos, en pro de la reducción del déficit fiscal, deben ser puntos importantes que tocar al momento de diseñar políticas de ahora en adelante.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acemoglu, D. (2009). Introduction to modern growth theory.
- Álvarez Texocotitla, M., & Álvarez-Hernández, M. D. (2015). Una revisión crítica a los modelos básicos de crecimiento económico. *Denarius*, (29).
- Alvarez Texocotitla, M., Álvarez Hernández, M. D., & Álvarez Hernández, S. (2017). La Deuda Pública, el crecimiento económico y la política. *Polis*, 13(2), 41-71.
- Ams, J., Baqir, R., Gelpern, A., & Trebesch, C. (2018). SOVEREIGN DEFAULT.
- Banco Central de Bolivia. (2018). Informe de la Deuda Externa Pública al 31 de diciembre de 2018.
- Barro, R. J., Sala-i-Martin, X., Robinson, R. A., & de Espínola, J. R. (2009). Crecimiento económico. Reverté.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2018). Principios de Finanzas Corporativas-12. AMGH.
- Canuto, O., Dos Santos, P. F. P., & de Sá Porto, P. C. (2012). Macroeconomics and sovereign risk ratings. *Journal of International Commerce, Economics and Policy*, 3(02), 1250011.
- CEPAL, N. (2016). Panorama Fiscal de América Latina y el Caribe 2016: las finanzas públicas ante el desafío de conciliar austeridad con crecimiento e igualdad.
- Corsetti, G., Kuester, K., Meier, A., & Müller, G. J. (2013). Sovereign risk, fiscal policy, and macroeconomic stability. *The Economic Journal*, 123(566), F99-F132.
- Fundación Jubileo. (2018). Pasado y presente: Deuda Pública de Bolivia 1970-2017.
- Ley N° 232 Gaceta Oficial del Estado Plurinacional de Bolivia, Bolivia, 9 de abril de 2012.
- Ministerio de Economía y Finanzas Públicas. (2017). 12 años de Estabilidad Económica en Bolivia.
- Ministerio de Economía y Finanzas Públicas. (2017). Boletín de Estadísticas de la Deuda Pública del TGN.
- Ministerio de Economía y Finanzas Públicas. (2015). Boletín de Estadísticas de la Deuda Pública del TGN.
- Ministerio de Economía y Finanzas Públicas. (2012). Boletín de Estadísticas de la Deuda Pública del TGN.
- Pérez de Eulate, C. (2012). El Club de París: una visión de largo plazo. *Boletín Económico*, (APR).
- Terán, A. & Serrudo, L. (2017) Teoría, experiencias y análisis de las reglas fiscales: Un marco para la aplicación en Bolivia. Sociedad Científica Estudiantil de Economía (SCEE - UCB). Fundación Jubileo.
- Triki, T., & Faye, I. (2011). Africa's Quest for Development: Can Sovereign Wealth Funds Help? In *Institutional investors in global capital markets* (pp. 263-290). Emerald Group Publishing Limited.

## CALIFICACIONES DE RIESGO SOBERANO

Categoría	Comentarios	Moody's	S&P	Fitch	Perspectiva
GRADO DE INVERSIÓN	Extrema capacidad para cumplir sus obligaciones financieras. La más alta calificación crediticia.	Aaa	AAA	AAA	Un signo de (+/H) o (-/L) al costado de la calificación presenta los posibles rangos dentro de una gran categoría de calificación y representa los límites superior o inferior de estas.
	Muy fuerte capacidad para enfrentar sus obligaciones financieras.	Aa1	AA+	AA+	
		Aa2	AA	AA	
		Aa3	AA-	AA-	
	Gran capacidad para cumplir con sus obligaciones financieras, pero es más susceptible a cambios en las condiciones económicas que enfrenta.	A1	A+	A+	
		A2	A	A	
		A3	A-	A-	
	Capacidad adecuada para cumplir sus obligaciones financieras, pero condiciones económicas adversas pueden debilitar su capacidad para cumplir sus pagos.	Baa1	BBB+	BBB+	
		Baa2	BBB	BBB	
		Baa3	BBB-	BBB-	
GRADO ESPECULATIVO	Enfrenta inestabilidad debido a incertidumbre y su exposición a condiciones adversas.	Ba1	BB+	BB+	Una perspectiva estable representa que no se esperan cambios inminentes en la calificación crediticia.
		Ba2	BB	BB	
		Ba3	BB-	BB-	
	Más vulnerable que la categoría 'BB', tiene la capacidad de cumplir sus obligaciones financieras, pero condiciones adversas pueden limitar su capacidad de pago.	B1	B+	B+	Una perspectiva negativa representa una posible caída en la calificación otorgada en el futuro.
		B2	B	B	
		B3	B-	B-	
	Actualmente vulnerable a condiciones adversas y depende de condiciones favorables para cumplir sus obligaciones financieras.	Caa1	CCC+	CCC	Una perspectiva positiva significa una posible mejora en la calificación otorgada.
		Caa2	CCC		
		Caa3	CCC-		
	Actualmente muy vulnerable a condiciones adversas. El impago es esperado.	Ca	CC	CC	
	El impago de una o más obligaciones financieras es inevitable o inminente. Bajo supervisión debido a su situación financiera.		R	C	

Categoría	Comentarios	Moody's	S&P	Fitch	Perspectiva
	Impago restringido. El emisor no ha pagado una o varias de sus obligaciones, pero no se encuentra en proceso formal de impago. Pago selectivo de algunas obligaciones.	C	SD/D	RD	
	Actualmente en situación de impago en una o más obligaciones financieras.			D	
	No calificado.		NR		

Fuente: Standard & Poor's, Moody's y Fitch.





@JubileoBolivia



+591 72025776



Fundacion Jubileo

[www.jubileobolivia.org.bo](http://www.jubileobolivia.org.bo)

