GOBIERNO NACIONAL
Construyendo Juntos Un Nuevo Rumbo

MINISTERIO DE HACIENDA

LINEAMIENTOS ESTRATÉGICOS DE MEDIANO PLAZO PARA LA GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA 2017-2021

Dirección de Política de Endeudamiento

Subsecretaría de Estado de Economía

Ministerio de Hacienda

INDICE

I. OBJETIVO Y ALCANCE DE LA ESTRATEGIA DE LA DEUDA PÚBLICA 7

1.1 Objetivo de la Estrategia de Deuda Pública. 7

1.2 Alcance de la estrategia de la deuda pública 7

1.3 Revisión de la Política de Endeudamiento Público. 8

II. ENTORNO MACROECONÓMICO 2017-2021 8

2.1 Contexto Macroeconómico 8

2.2 Principales Riesgos de la Macroeconomía 9

III. ANTECEDENTES Y DIAGNÓSTICO DE LA DEUDA PÚBLICA 11

3.1 Evolución de la Deuda del Sector Público Total. 11

3.2 Características de la Estrategia de Deuda. 13

3.3 Características y costos de la deuda vigente 13

3.4 Riesgos de la deuda existente 16

IV FUENTES DE FINANCIAMIENTO 20

4,1 Fuentes Externas 20

4.2 Mercado Doméstico 21

V. ESTRATEGIA DE LA DEUDA PÚBLICA 2017-2021 25

5.1 Lineamientos y Metas Estratégicas para la Gestión de la Deuda Pública 2017-2021 25

5.2 Medidas para el desarrollo del mercado domestico 27

5.3 Mitigación del riesgo de refinanciamiento 27

VI. ANEXOS 30

ABREVIATURAS

AFD	Agencia Financiera de Desarrollo
ANDE	Administración Nacional de Electricidad
ANNP	Administración Nacional de Navegación y Puertos
BCP	Banco Central del Paraguay
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BVPASA	Bolsa de Valores y Productos de Asunción S.A.
CAF	Corporación Andina de Fomento
COPACO	Compañía Paraguaya de Comunicaciones S.A.
DINAC	Dirección Nacional de Aeronáutica Civil
ESSAP	Empresa de Servicios Sanitarios del Paraguay S.A.
FMI	Fondo Monetario Internacional
FGD	Fondo de Garantía de Desarrollo
FIDA	Fondo Internacional de Desarrollo Agrícola
FONPLATA	Fondo Financiero para el Desarrollo de los Países de la Cuenca del Plata
INC	Industria Nacional de Cemento
JICA	Agencia de Cooperación Internacional del Japón
LRM	Letras de Regulación Monetaria
MH	Ministerio de Hacienda
OFID	Fondo de la OPEC para el Desarrollo Internacional
PETROPAR	Petróleos Paraguayos
PIB	Producto Interno Bruto
SICO	Sistema de Contabilidad
SIGADE	Sistema de Gestión y Administración de la Deuda
SITUFIN	Informe de Situación Financiera
SSEE	Subsecretaría de Estado de Economía

RESUMEN EJECUTIVO

Paraguay es uno de los países de Latinoamérica que más ha crecido en el último quinquenio. Su tasa promedio de crecimiento fue del 6% frente a un crecimiento promedio de toda la región de 0,8%. Estos niveles de crecimiento están explicados en gran medida por los niveles de inversión pública y privada que impulsaron los sectores de la construcción, servicios y la industria.

Los planes de inversión siguen siendo ambiciosos ya que se estima que para el 2018 la inversión del Gobierno Central rondaría los US$ 1.000 millones, cifra que prácticamente triplica el nivel promedio de inversión pública para el periodo 2008-2012. Sin lugar a dudas que esta fuerte apuesta a la inversión en infraestructura trae aparejada una mejora en la competitividad y productividad en todos los rubros de producción a nivel nacional.

Sin embargo, aún luego de ese esfuerzo el país sigue figurando en el puesto 122 de 138 países en el ranking de infraestructura publicado por el Foro económico mundial, lo que nos da la pauta del déficit de infraestructura que el país enfrenta. Sin lugar a dudas esto no representa un indicador estadístico frívolo, considerando que la infraestructura de un país se constituye en el cimiento fundamental para poder desarrollarse.

Dado este escenario, queda claro que para poder revertir esta situación hay que seguir haciendo una fuerte apuesta a las inversiones públicas en infraestructura y de esta manera crear un ambiente competitivo para que la inversión privada pueda crecer en el país.

Bajo este enfoque, necesariamente los planes de inversión deben ir acompañados de una estrategia de financiamiento adecuado que, básicamente apunte a reducir los costos y a mantener un nivel de riesgos aceptable. Es por ello que el Ministerio de Hacienda se ha abocado a la actualización de la estrategia de endeudamiento de mediano plazo, para el periodo 2017-2021.

En ese sentido, la metodología para establecer la estrategia partió de una estimación de necesidades de financiamiento ajustadas al cumplimiento de la Ley de Responsabilidad Fiscal, bajo determinados escenarios macroeconómicos proyectados; y se clasificó a los riesgos inherentes de la deuda pública en tres categorías:

i) Riesgo de tasa de interés: el stock de deuda pública se expone más a este riesgo a medida que la cartera de deuda en su conjunto posee mayor proporción de deuda sujeta a tasa variable. Esto es considerado como un riesgo ya que al poseer mayor proporción de deuda a tasa variable se aporta mayor cuota de incertidumbre en el mediano plazo respecto a los intereses que el estado debe abonar en concepto de deuda pública.

La situación opuesta es cuando el stock de deuda posee mayor proporción de operaciones vinculadas a tasas fijas, bajo este escenario se tiene una mayor previsibilidad a futuro de cuanto serán los montos a pagar en concepto de intereses en el mediano plazo.

Al cierre del 2016 la deuda pública del Paraguay muestra que un 70,3% de las operaciones son a tasa fija, mientras que un 29,7% son a tasa variable. En líneas generales este riesgo actualmente no es muy significativo para la deuda, sin embargo, se hace importante poder delinear estrategias a futuro para que esto se mantenga bajo control.

ii) Riesgo de Refinanciamiento: se refiere a que año a año existen vencimientos de deuda contraídas con anterioridad a los cuales el Gobierno debe hacer frente para cumplir con sus compromisos de repago del principal y los intereses.

Este riesgo en particular se refiere a posibles dificultades que el Gobierno pueda tener para obtener los recursos necesarios para hacer frete a estos compromisos. La estrategia de endeudamiento busca poder delinear mecanismos que puedan reducir este riesgo al mínimo.

iii) Riesgo de Moneda: se refiere a la situación donde el stock de deuda pública en mayor proporción se encuentra en una moneda diferente a la cual el Gobierno recibe la mayor parte de sus ingresos.

Si el tipo de cambio se muestra volátil en algún año determinado, esto se materializa en que la probabilidad de que el Gobierno tenga que pagar más dinero en concepto del servicio de la deuda aumente. Esta situación se daría si el gobierno solo dispondría de ingresos en guaraníes y la mayoría de los pagos del servicio de la deuda se deberían honrar en dólares cuando el tipo de cambio es elevado.

Ante este riesgo Paraguay posee una protección propia debido a que posee un alto flujo de ingresos en dólares provenientes de los royalties de las binacionales. Esto último no implica bajo ningún sentido que el dinero de las binacionales sea utilizado para el repago de deuda, sino que sirve como “amortiguador” en el presupuesto público cuando el tipo de cambio se muestra volátil.

Es así que la estrategia establece metas sobre algunos indicadores, los cuales reflejan el balance entre costo y riesgos deseado por el Gobierno. En el cuadro siguiente resume la situación actual y las metas propuestas para algunos de los indicadores más importantes:

Exposición de Riesgos	Indicadores	Nivel Actual (2016)	Metas Propuestas
Riesgo de Refinanciación	% de deuda en moneda doméstica	8,2	11
	ATM Deuda Interna (años)	1,9	2
	Refinanciamiento de la deuda en 3 años (porcentaje del total)	16,1	≤25
Riesgo de tasas de interés	Deuda que se refinancia a 1 año (% del total)	35,9	≤25

A continuación, se definen con mayor nivel de detalle los indicadores que fueron tomados en cuenta para monitorear cada uno de los riesgos.

Riesgo de Refinanciación

- % de deuda en moneda doméstica: se refiere a cuanto por ciento de la deuda total[1] se encuentra denominada en guaraníes al cierre de 2016, y a cuanto se pretende llegar siguiendo los lineamientos de endeudamiento de mediano plazo.

- ATM Deuda Interna (años): se refiere al tiempo promedio de vencimiento (ATM por sus siglas en ingles) de la deuda interna, medido en años.

- Refinanciamiento de la deuda en 3 años (porcentaje del total): se refiere a cuanto por ciento del total de la deuda vence en los próximos 3 años.

Riesgo de tasas de interés

- Deuda que se refinancia a 1 año (% del total): se refiere al porcentaje de la deuda total que cambia de tasa de interés en un año, debido a que está atada a una tasa variable o su vencimiento es de corto plazo y se debe refinanciar a una nueva tasa.

[1] El análisis realizado es sobre el stock de deuda de la Administración Central, y sin tener en cuenta el Bono Perpetuo emitido en favor del Banco Central del Paraguay, que al cierre de 2016 representaba US$ 681 mill.

INTRODUCCIÓN

El presente documento tiene como objetivo presentar los Lineamientos Estratégicos de la Gestión de la Deuda para la Política de Endeudamiento del Paraguay, en el mediano plazo (2017-2021).

Las necesidades de financiamiento para inversiones públicas siguen siendo significativas, es en ese marco que el Gobierno está llevando a cabo un plan de inversiones que necesariamente debe ir acompañado de un plan de financiamiento adecuado a las características propias del país, principalmente en lo referente al acceso a recursos de diferentes fuentes y con distintas condiciones.

La gestión del plan de financiamiento por parte del Ministerio de Hacienda apunta a dos objetivos principales:

i) Obtención de recursos con los costos más bajos posibles, y
ii) Mantener los riesgos del manejo de la deuda en niveles aceptable para el País.

Actualmente la gestión de la deuda puede calificarse como prudente ya que la misma ha logrado mantener los costos a niveles bajos y los riesgos financieros del portafolio bajo control. Este progreso fue acompañado de una estabilidad macroeconómica lo que ha permitido que Paraguay tenga acceso a nuevas fuentes de financiamiento, como los bonos soberanos externos.

Pero estas nuevas fuentes de financiamiento deben ser incluidas en la definición de los los lineamientos generales de una estrategia de endeudamiento que esté en línea con las mejores prácticas internacionales.

Este documento establece los lineamientos de la estrategia de endeudamiento de mediano plazo (2017 – 2021), en base a una estimación de necesidades de financiamiento ajustadas al cumplimiento de la Ley de Responsabilidad Fiscal, bajo determinados escenarios macroeconómicos proyectados y teniendo en cuenta los riesgos inherentes al manejo de la deuda pública.

El documento se estructura en cinco apartados, en el primero se

- ✓ Objetivo y alcance de la estrategia
- ✓ Entorno macroeconómico de mediano plazo, para el periodo 2017 - 2021
- ✓ Antecedentes y diagnóstico de la deuda pública
- ✓ Fuentes de financiamiento
- ✓ Estrategia de la deuda pública 2017-2021

I. OBJETIVO Y ALCANCE DE LA ESTRATEGIA DE LA DEUDA PÚBLICA

1.1 Objetivo de la Estrategia de Deuda Pública.

El objetivo de la estrategia de deuda pública es contar un plan viable para obtener recursos que hagan frente a las necesidades de financiamiento de la República, en las condiciones de costo más favorables a mediano plazo y enmarcados en riesgos controlables.

1.2 Alcance de la estrategia de la deuda pública

Se define la deuda pública como la deuda contraída por el Sector Público Total, que incluye tanto a la Administración Central como al Sector Público Financiero y No Financiero (Empresas Públicas).

En la siguiente tabla se observa la composición de la deuda pública al cierre del año 2016, sin embargo el alcance de la presente estrategia es la Administración Central, que representa la deuda exclusivamente a cargo del Ministerio de Hacienda.

Tabla 1. Deuda Pública por Institución Pagadora al 31 de diciembre de 2016

	Administración Central			Administración Descentralizada			Sector Público Total		
	Miles de Millones de PYG	Millones de USD	%	Miles de Millones de PYG	Millones de USD	%	Miles de Millones de PYG	Millones de USD	%
Deuda Externa	25.086	4.350	79,1	2.725	473	58,6	27.811	4.822	85,8
Deuda Interna	2.696	467	8,5	1.924	334	41,4	4.619	801	14,2
Total	27.781	4.817	85,7	4.649	806	12,8	32.430	5.623	100

Fuente: Elaboración propia con datos del SICO y SIGADE de cierre al 31-12-16

*Se excluye la Deuda con el BCP estipulada en el Decreto 10253/12, en el marco de la Ley Nº 3974/10 De Capitalización del BCP, lo cual representa 2.5% del PIB.

* La Deuda de la Administración Descentralizada contempla la deuda garantizada por el estado

TC: a diciembre 2016 G./USD 5.766,93

Para el análisis se dejan fuera de los lineamientos de la gestión de la deuda: los bonos del Tesoro emitidos para capitalizar al Fondo de Garantía de Depósitos (FGD), teniendo en cuenta que son títulos emitidos por el Tesoro para capitalizar al Fondo, que no generan intereses y su redención es contingente a las necesidades del Fondo.[2] Se excluyen también de la estrategia los bonos perpetuos en la cartera del Banco Central, ya que no implican necesidad de financiamiento futura para la administración central.

En el siguiente apartado se contempla las características del contexto macroeconómico que sirvieron de base para los delineamientos y punto de partida para las simulaciones de las diferentes estrategias que se desarrollarán posteriormente, así como los riesgos a los que se exponen comúnmente la deuda pública, los cuales deben ser considerados y medidos dentro de la estrategia.

[2] Los bonos del FGD ascienden a USD 41.2 millones, lo cual representa 0,2% del PIB a diciembre 2016.

1.3 Revisión de la Política de Endeudamiento Público.

Los lineamientos estratégicos descritos se revisarán por lo menos una vez al año o con mayor frecuencia si las circunstancias lo ameritan. Estos lineamientos podrán sufrir modificaciones ante cambios en las políticas del Gobierno, en las condiciones de mercado o en la coyuntura macroeconómica

II. ENTORNO MACROECONÓMICO 2017-2021

2.1 Contexto Macroeconómico[3]

El Producto Interno Bruto (PIB) del año 2016 tuvo un crecimiento del 4%. Los sectores con mayores incidencias en el crecimiento del PIB fueron la agricultura (18,6%) y la ganadería (5,2%), industria (11,2%) y Construcción (4,3%).

Las cifras del Presupuesto General de la Nación para el Ejercicio 2016 arrojaron para la Administración Central un déficit global de PYG 2.215 mil millones, 1,4% dentro del marco de la Ley de Responsabilidad Fiscal, el mismo está explicado por el aumento significativo del 20,4% de la inversión. Los ingresos tributarios se recuperaron significativamente, creciendo a una tasa del 7,7%. Se observa además una fuerte contención del gasto, principalmente de las remuneraciones, logrando generar espacio fiscal para inversiones sociales.

En la Tabla 2 se observa los indicadores fiscales usados como principal insumo para la estrategia, tales como el Balance Fiscal Primario, el balance fiscal general y cuáles son las necesidades de financiamiento brutas proyectadas para el lapso de tiempo 2017-2021, estas últimas estimadas con base a los parámetros de cumplimiento de la Ley de Responsabilidad Fiscal.

Tabla 2. Indicadores Fiscales

Variables	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Balance Fiscal Primario (% PIB)	-0,69	-0,67	-0,45	0,15	0,04	0,24
Balance Fiscal General (% PIB)	-1,44	-1,43	-1,25	-0,67	-0,77	-0,58
Necesidades de financiamiento bruta (USD millones)	1020	712	682	653	628	654

Fuente: 1/ Dirección de Política Macro Fiscal - MH. 2/ Dirección de Política de Endeudamiento - MH

En materia de estabilidad monetaria, la meta de inflación fijada inicialmente por el BCP fue 5% anual con un rango de tolerancia de +-2,5 puntos porcentuales. No obstante, teniendo en cuenta los resultados satisfactorios que se venía observando bajo el esquema de Meta de Inflación, el BCP había decidido en el año 2014 reducir el rango de tolerancia a +- 2 puntos porcentuales y un año después decidió reducir la meta a 4,5% anual. A seis años de la implementación del esquema de Meta de Inflación y teniendo en cuenta el análisis exhaustivo de la evolución de la inflación en

[3] Segunda revisión-Estimación del PIB 2013 (BCP) e Informe de Finanzas Públicas PGN 2013 (MH).

los últimos años y del entorno macroeconómico en general, se ha considerado que la coyuntura económica es propicia para reducir nuevamente la meta de inflación, fijándola en 4% anual con un rango de tolerancia de +-2 puntos porcentuales.

Este objetivo numérico más exigente implica un mayor compromiso con la estabilidad de precios, además de significar un importante paso de ir convergiendo hacia los niveles inflacionarios observados en los países considerados más modernos y responsables de la región y del mundo.

Seguidamente en la tabla 3, se observan otros indicadores macroeconómicos utilizados para los análisis, tales como el crecimiento del PIB real, el Índice de Precios al Consumidor, y la balanza comercial, para los años 2017-2021.

Tabla 3. Indicadores Macroeconómicos Seleccionados.

Variables	2016	2017	2018	2019	2020	2021
PIB real (%)	4	4,2	3,8	3,8	3,8	3,8
IPC (%)	3,9	4,1	4	4	4	4
Balanza Comercial (% PIB)	0,631	-0,531	-0,069	0,349	0,386	0,643

Fuente: 1/ Dirección de Política Macro Fiscal - MH. 2/ WEO Report

Los indicadores expuestos anteriormente fueron utilizados para delinear y proyectar el el contexto macroeconómico dentro del periodo en el que se enmarcará la estrategia de endeudamiento.

2.2 Principales Riesgos de la Macroeconomía

Para establecer los lineamientos de la estrategia de endeudamiento es necesario tener en cuenta los riesgos macroeconómicos, como los riesgos del sector real y fiscal. Estos riesgos pueden modificar de manera significativa las necesidades de financiamiento de un año a otro. A modo de ejemplo podemos analizar el efecto un evento climático como la sequía en la economía y su consecuente requerimiento de financiamiento. Asimismo, el riesgo de los sectores externo y monetario pueden provocar una depreciación de la moneda y un incremento en las tasas de interés locales que aumentarían el costo del servicio de la deuda en moneda local.

Con la exposición a condiciones climáticas extremas y la dependencia del sector agrícola, el sector real plantea el mayor riesgo para la economía del Paraguay. La caída en la actividad económica producto de eventos climáticos conduce a un desequilibrio fiscal y un aumento en las necesidades de financiamiento que se pueden agravar con la materialización de pasivos contingentes.

Otro riesgo macroeconómico importante es el desequilibrio en las cuentas externas que podría resultar de la concentración de las exportaciones por producto (soja y carne) y destino

(Mercosur). En un reciente informe sobre el panorama de los mercados de los commodities, el Banco Mundial expuso que se prevén fuertes incrementos en el precio de los productos básicos industriales, como la energía y los metales, para 2017, debido a la escasez de oferta y el fortalecimiento de la demanda. De acuerdo con los precios de los commodities, se espera que estos productos en su conjunto aumenten menos de un 1% en 2017. Según las previsiones, el precio de los aceites y las materias primas registrarán pequeños aumentos, en tanto que el de los cereales caerá casi un 3% debido a la mejora en las perspectivas de la oferta.

Así como se observa en la Tabla 3, el deterioro de la balanza comercial del Paraguay podría contribuir a una depreciación real del guaraní, aunque el elevado nivel de reservas internacionales USD 7.143 millones (26% del PIB) al cierre del 2016 y los ingresos en divisas de Itaipú y Yacyretá mitigan este riesgo.

En el plano fiscal, el tesoro público otorga garantías a las empresas públicas. Los compromisos asumidos por las mismas son considerados como riesgos contingentes, por ello en el caso del incumplimiento de las obligaciones por parte de las citadas, el Estado interviene ejecutando dicha garantía. Del mismo modo el tesoro público proporcionó hasta el año 2013, bonos de cumplimiento contingente para la capitalizar el Fondo de Garantía de Depósitos[4], administrado por el Banco Central del Paraguay.

Los riesgos monetarios en el Paraguay son moderados, debido a que Paraguay cuenta con el esquema de Meta de Inflación y ha logrado resultados positivos en términos de este régimen. Desde su implementación en el 2011, los niveles de inflación se redujeron, como así también los cambios han sido menos bruscos (menos volatilidad). Otra evidencia encontrada en el caso de Paraguay fue el menor efecto de las variaciones del tipo de cambio sobre la inflación y una menor persistencia.

En los últimos tres años se ha observado un incremento de los niveles de inflación en algunos países de la región, estos incrementos se ven afectados, en parte, por factores externos como el fortalecimiento del dólar en los mercados internacionales y la caída de los precios de los commodities. Paraguay no estuvo ajeno a este escenario internacional más complejo, no obstante, la inflación se mantuvo en línea con la meta, e incluso se ubicó por debajo de la misma

En conclusión, de los riesgos citados anteriormente, se considera que el incremento inesperado en las necesidades de financiamiento es el más relevante, por lo cual este documento plantea la diversificación de fuentes de financiamiento con el correcto funcionamiento de los mercados externos e internos en la gestión del manejo de deuda.

El siguiente capítulo pretende describir la situación actual de la deuda Pública, su evolución en los últimos años, recalcar las características de la estrategia, como también los costos y estructura del portafolio externo.

[4] A diciembre 2016 el saldo del FGD asciende a la suma de USD 41.2 millones.

III. ANTECEDENTES Y DIAGNÓSTICO DE LA DEUDA PÚBLICA

3.1 Evolución de la Deuda del Sector Público Total.

El financiamiento de Paraguay ha dependido históricamente de los préstamos de organismos multilaterales, bilaterales y de bancos comerciales. De hecho, estos préstamos el mayor porcentaje de la deuda externa del sector público total por muchos años.

En el caso de los multilaterales, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco Mundial fueron los mayores acreedores de Paraguay, los préstamos de estos organismos representaban el 73,6% y el 16,3% de la deuda externa del sector público respectivamente. Estos préstamos fueron utilizados principalmente para financiar programas de infraestructura y desarrollo social.

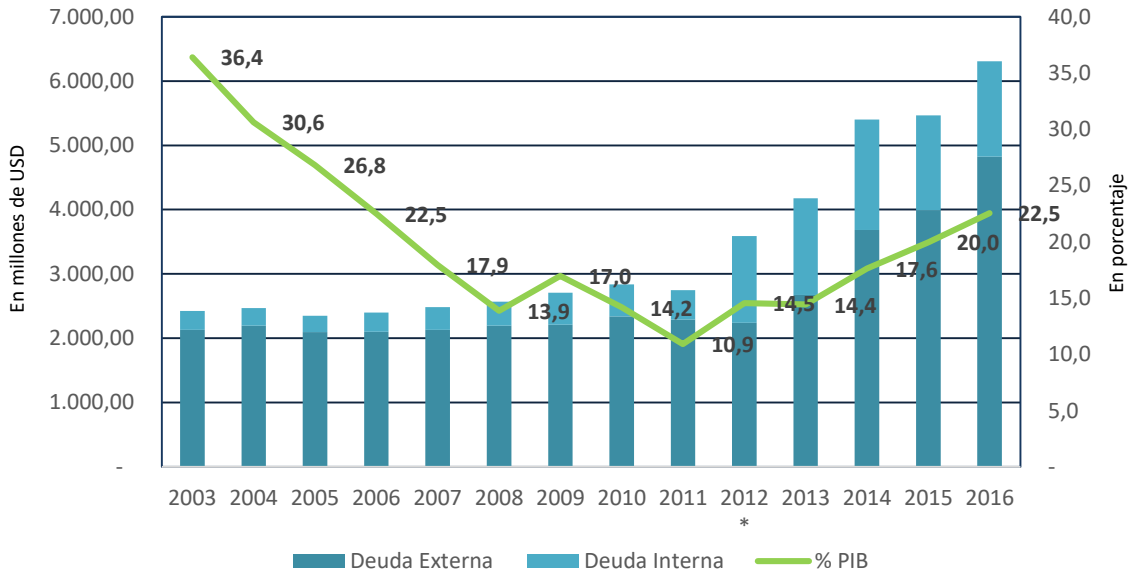
Esta estructura del portafolio determinaba un costo de endeudamiento bajo ya que en su mayoría los créditos de los organismos multilaterales y bilaterales eran concedidos en términos semi-concesionales y por lo tanto tenían niveles bajos de las tasas de interés. Mientras que la deuda más costosa, era la contraída en moneda local, como consecuencia del incipiente desarrollo del mercado doméstico y la escasa participación de compradores en el mercado interno.

Pero a pesar de tener un costo promedio de financiamiento bajo, la concentración del financiamiento con Organismos Multilaterales y Bilaterales limitaba la capacidad del gobierno de dar una respuesta rápida a las necesidades de inversión debido a los procesos burocráticos que implicaba la negociación de este tipo de empréstito.

Actualmente, Paraguay ha dejado de ser elegible para los préstamos en condiciones concesionales debido a que ha avanzado en su nivel de desarrollo económico y social lo cual le ha permitido ubicarse en la categoría de nivel de ingreso medio superior.

Como se observa en la figura 1, la razón deuda/PIB experimentó una reducción acentuada entre 2003 y 2011, debido a que la economía ha crecido a un ritmo superior a la tasa de interés real de los créditos obtenidos y en segundo lugar a que en el plano fiscal el gobierno ha logrado mantener superávits primarios durante todos esos años.

Figura 1. Deuda del Sector Público Total y Coeficiente Deuda Total/PIB



Fuente: Elaboración propia con datos del SIGADE, SICO e Informe Económico BCP.
*En el 2012 se incluye la Deuda con el BCP estipulada en el Decreto 10253/12, en el marco de la Ley Nº 3974/10 De Capitalización del BCP, lo cual representa 3,6% del PIB.

La razón Deuda/PIB alcanzó su valor máximo en el año 2003 (36,4%), año a partir del cual se reduce hasta alcanzar 10,9% en el 2011. La tendencia decreciente se vio interrumpida en el 2009 y en el 2012 como resultado de la crisis financiera internacional y la sequía que causaron una caída significativa en el ritmo de actividad económica.

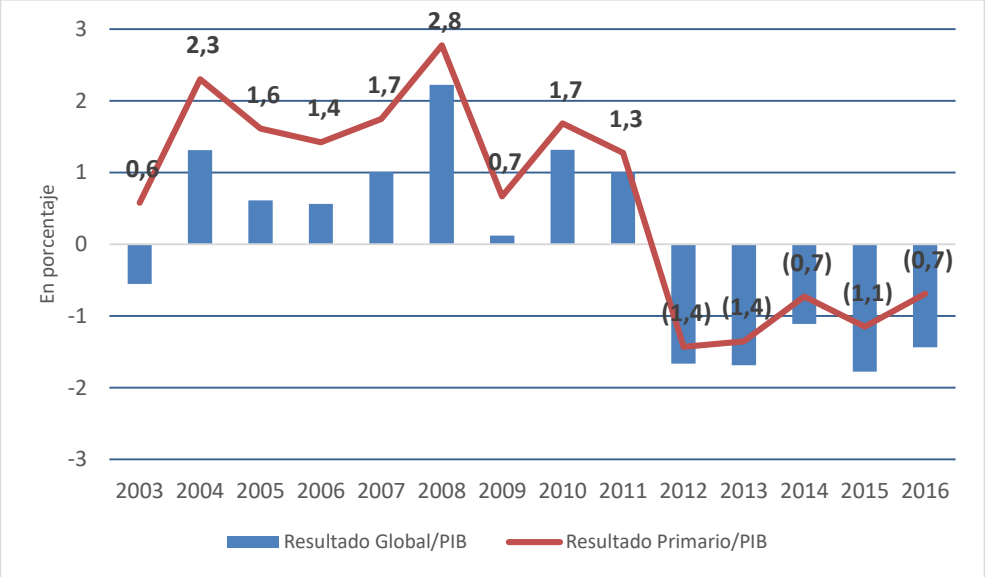
A partir del año 2013 se observa una tendencia creciente de la razón deuda/PIB, principalmente como consecuencia del incremento de la inversión en infraestructura. Aunque vale la pena mencionar que a pesar del crecimiento observado los niveles actuales se sitúan por debajo de los límites de deuda considerados prudentes por los organismos como el FMI[5] y en un nivel bajo del 23,6% si comparamos a otros países de la región siendo el promedio estipulado para el año 2017 del 56,7%[6]. Asimismo, otro fenómeno que se observa a partir del 2013 es el cambio de la estructura del portafolio, básicamente debido a la incursión a los mercados internacionales.

La figura 2 nos muestra el resultado global y primario como indicadores de política fiscal, para el periodo 2003-2016. En ella se puede observar un punto de cambio en el resultado fiscal entre los años 2011 y 2012 como consecuencia del incremento de los gastos dentro del Presupuesto

[5] El rango del nivel de "deuda sana" para Paraguay se encuentra entre el 30 % y el 45 % recomendado por el FMI en el documento "Establishing a Structural Balance Rule and a Public Debt Objective- Paraguay. Pag. 6 y 20" preparado en noviembre 2016
[6] Fuente: WEO Abril 2017 y datos el Ministerio de Hacienda.

General de la Nación, introducido por el congreso (principalmente dentro del rubro de salarios con un incremento del 29,7%).

Figura 2. Resultado primario y global de la Administración Central (% PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos del Situfin e Informe económico del BCP.

Habiendo descripto anteriormente los riesgos que podrían afectar a la deuda y la evolución de las variables que afectan a la misma, en el siguiente apartado se describe las características de la deuda vigente.

3.2 Características de la Estrategia de Deuda.

Como se hizo mención, el alcance de la presente estrategia es la Administración Central, que representa la deuda cuya gestión se encuentra exclusivamente a cargo del Ministerio de Hacienda. Los bonos del Tesoro emitidos para capitalizar al Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) se dejan fuera de los lineamientos de la gestión de la deuda, teniendo en cuenta que son títulos emitidos por el Tesoro para capitalizar al Fondo y su redención es contingente a las necesidades del Fondo.[7] Se excluyen también de la estrategia los bonos perpetuos en la cartera del Banco Central, ya que no implican necesidad de financiamiento futura para la administración central.

3.3 Características y costos de la deuda vigente

Paraguay ha avanzado en su nivel de desarrollo económico y social así como en los indicadores macroeconómicos lo cual le ha permitido ubicarse en la categoría de nivel de ingreso medio superior, en consecuencia, ha dejado de ser elegible para los préstamos con cargo a los recursos del Fondo para Operaciones Especiales del BID, por lo que pasó a operar con los costos y condiciones de las líneas de crédito generales de esta institución. Esta situación ha llevado a que

[7] Los bonos del FGD ascienden a USD 41.2 millones, lo cual representa 0,2% del PIB a diciembre 2016.

las tasas de interés de las operaciones de crédito con organismos bilaterales y multilaterales para préstamos se hayan incrementado.

La deuda del Sector Público de la Administración Central representa el 17,4% del PIB[8] en el 2016. Como se observa en la tabla 4, del total de la deuda el 91.1% correspondía a la deuda externa, dentro de la cual el 36,3% corresponde a Organismos Multilaterales y el 3,52% a Organismos Bilaterales. Desde el 2013 la estructura del portafolio externo ha experimentado un cambio de composición, ya que a partir de ese año se incorporó como fuente de financiamiento la emisión de bonos externos que al cierre del 2016 representó un 43,3% del total de deuda externa dentro de la Administración Central, y el resto corresponde a créditos de multilaterales y bilaterales.

Tabla 4. Composición de la Deuda de la Adm Central. Diciembre 2016

Administración Central			
	Miles de Millones de PYG	Millones de USD	%
Deuda Externa	25.086	4.350	91%
Deuda Interna	2.458	426	9%
Total	27.544	4.776	100%

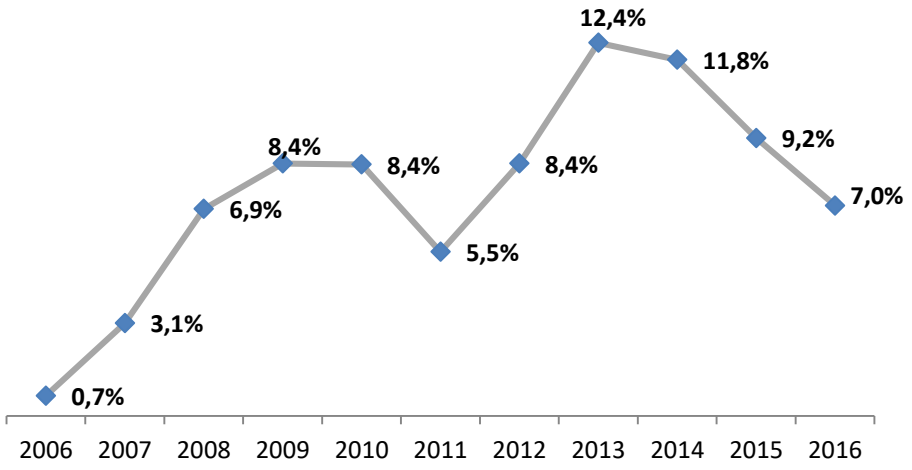
Fuente: **Elaboración propia con datos del SIGADE A diciembre del 2016**

La dinámica de las tasas de los préstamos y el establecimiento del acceso al mercado internacional han llevado al país a realizar un análisis financiero más profundo del mercado para obtener tasas adecuadas que generen los menores costos al momento de contraer nueva deuda. El país ha sido capaz de conseguir excelentes condiciones en las colocaciones de bonos internacionales, en lo que respecta a tasas de interés y plazos, los rendimientos que hoy tienen los bonos están muy cerca de los rendimientos de bonos emitidos por países con grado de inversión.

Como se observa en la figura 3, en el año 2013 el monto circulante de emisiones de Títulos del Tesoro en moneda nacional emitidos en el mercado interno representaba el 12,4% de la deuda total del Sector Público. Sin embargo, a diciembre del 2016 este porcentaje se había reducido hasta situarse en el 7%, esto debido a que se priorizó la participación en los mercados internacionales para hacer frente a las necesidades de financiamiento existentes. Esto último fue a consecuencia de poder aprovechar el contexto de bajas tasas de interés a nivel internacional.

[8] Saldo de Administración Central 2016 (se excluye Bono Perpetuo y AFD) en relación al PIB.

Figura 3. Stock Circulante de Títulos del Tesoro (como % de la Deuda Pública Total)



Fuente: DPE-SSEE-MH

La tabla 5, contempla las características de la deuda de la administración central, según los instrumentos financieros utilizados, observándose en cuanto a la deuda externa una participación del 50,7% de los Bonos soberanos, en segundo lugar del 36,1% de los organismos multilaterales y el 3,5% de los bilaterales. El 100% de la deuda interna está compuesta por bonos del tesoro.

Tabla 5. Características de la deuda de la Administración Central existente en el año 2016*

Instrumento	Saldo (millones USD)	Saldo (miles millones PYG)	% total	% PIB	Tasa de interés implícita	
					Fija	Variable
Externa	**4.350**	**25.086**	**90,3**	**15,9**	**5,2**	**2,3**
Multilaterales	1.737	10.020	36,1	6,3	2,5	2,3
Bilaterales	168	969	3,5	0,6	2,5	1,8
Bonos	2.445	14.097	50,7	8,9	6,4	2,4
Interna	**467**	**2.696**	**9,7**	**1,7**	**7,8**	**5,3**
Bonos	467	2.695	9,7	1,7	7,8	5,3
Total general	**4.817**	**27.781**	**100,0**	**17,6**	**5,5**	**2,5**

*Se excluye la Deuda con el BCP estipulada en el Decreto 10253/12, en el marco de la Ley Nº 3974/10 De Capitalización del BCP (representa 2.5% del PIB), que consiste en un Bono de la Tesorería General a perpetuidad, no negociable e intransferible, que devenga una tasa de interés anual igual 0,25% (pagos de intereses cancelados hasta el año 2022 inclusive) y los bonos del FGD, lo cual reduciría artificialmente los costos promedios de la deuda pública total.

Fuente: Elaboración propia con datos del SICO y SIGADE de cierre al 31-12-16.

3.4 Riesgos de la deuda existente[9]

En esta sección se analiza la exposición del portafolio de deuda pública a los riesgos de mercado (cambiario y de interés) y de refinanciamiento.

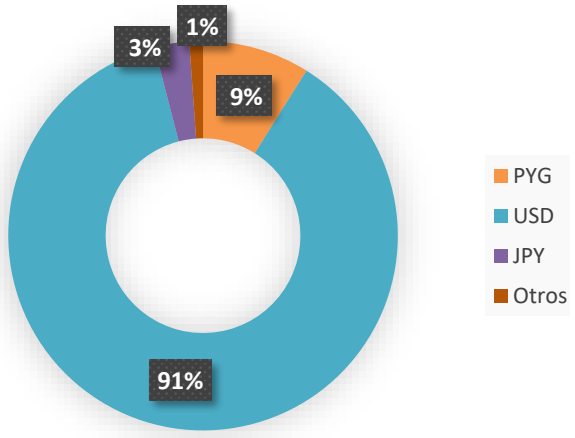
El **riesgo cambiario** se refiere a la situación donde el stock de deuda pública en mayor proporción se encuentra en una moneda diferente a la cual el Gobiern

o recibe la mayor parte de sus ingresos.

Si el tipo de cambio se muestra volátil en algún año determinado, esto se materializa en que la probabilidad de que el Gobierno tenga que pagar más dinero en concepto del servicio de la deuda aumente. Esta situación se daría si el gobierno solo dispondría de ingresos en guaraníes y la mayoría de los pagos del servicio de la deuda se deberían honrar en dólares cuando el tipo de cambio es elevado.

En la actualidad, como se observa en la figura 4, la composición por moneda de la deuda pública refleja una mayor proporción de deuda en dólares americanos, atribuible principalmente a la emisión de bonos soberanos, que se ha realizado en los últimos años que representa el 91% de la deuda total. Así también un menor porcentaje de deuda en yenes japoneses favoreciendo esta disminución a la gestión de la cartera de deuda en términos de la reducción de riesgos en moneda debido a que el gobierno no posee ingresos en yenes japoneses.

Figura 4. Composición de la deuda por monedas



Fuente: Elaboración propia con datos del SICO y SIGADE de cierre al 31-12-16.

[9] Los tipos de riesgo principales que enfrenta la cartera de la deuda pública son: i) el de las tasas de interés, ii) el riesgo de refinanciamiento y, iii) el riesgo cambiario.

De acuerdo al análisis de riesgo realizado, si se diera una depreciación en la moneda en un 11,5% de acuerdo con el promedio registrado en los últimos años, el stock actual de deuda denominada en guaraníes se incrementaría en 1,7% del PIB.

Si bien la cartera de deuda en mayor proporción se encuentra en dólares americanos, ante este riesgo Paraguay posee una protección propia debido a que posee un alto flujo de ingresos en dólares provenientes de los royalties de las binacionales. Esto último no implica bajo ningún sentido que el dinero de las binacionales sea utilizado para el repago de deuda, sino que sirve como "amortiguador" en el presupuesto público cuando el tipo de cambio se muestra volátil.

Por otra parte, tenemos el **riesgo de tasa de interés** que cobra fuerza en la medida que el stock de deuda pública se encuentre sujeta en mayor proporción a una tasa variable. Esto es considerado como un riesgo ya que al poseer mayor proporción de deuda a tasa variable se aporta mayor cuota de incertidumbre en el mediano plazo respecto a los intereses que el estado debe abonar en concepto de deuda pública.

La situación opuesta es cuando el stock de deuda posee mayor proporción de operaciones vinculadas a tasas fijas, bajo este escenario se tiene una mayor previsibilidad a futuro de cuanto serán los montos a pagar en concepto de intereses en el mediano plazo.

Al cierre del 2016 la deuda pública del Paraguay muestra que un 70,3% de las operaciones son a tasa fija, mientras que un 29,7% son a tasa variable. En líneas generales este riesgo actualmente no es muy significativo para la deuda, sin embargo, se hace importante poder delinear estrategias a futuro para que esto se mantenga bajo control. A modo de ejemplo, si se diera un incremento de tasa de interés de un 1% (o 100 puntos base), éste fenómeno produciría un incremento del servicio de la deuda en un año de 0,01% del PIB.

En la siguiente tabla se puede observar un resumen, que contempla los siguientes indicadores: El ATR (Rango real promedio), el cual es un índice que mide la volatilidad, el refinanciamiento de la deuda en 1 año como porcentaje del total y por último el % de deuda a tasa fija de la Administración Central.

Tabla 6. Indicadores de Riesgo, clasificación de la deuda.

Indicadores de Riesgo		**Deuda Externa**	**Deuda Domestica**	**Deuda Total**
Riesgo de Tasa de Interés	ATR (years)	9,6	1,9	8,9
	Deuda que se refinancia en 1 año (% del Total)	36,2	32,9	35,9
	Deuda a tasa fija (% del total)	65,4	100,0	68,3

Fuente: Elaboración propia en base la herramienta MTDS

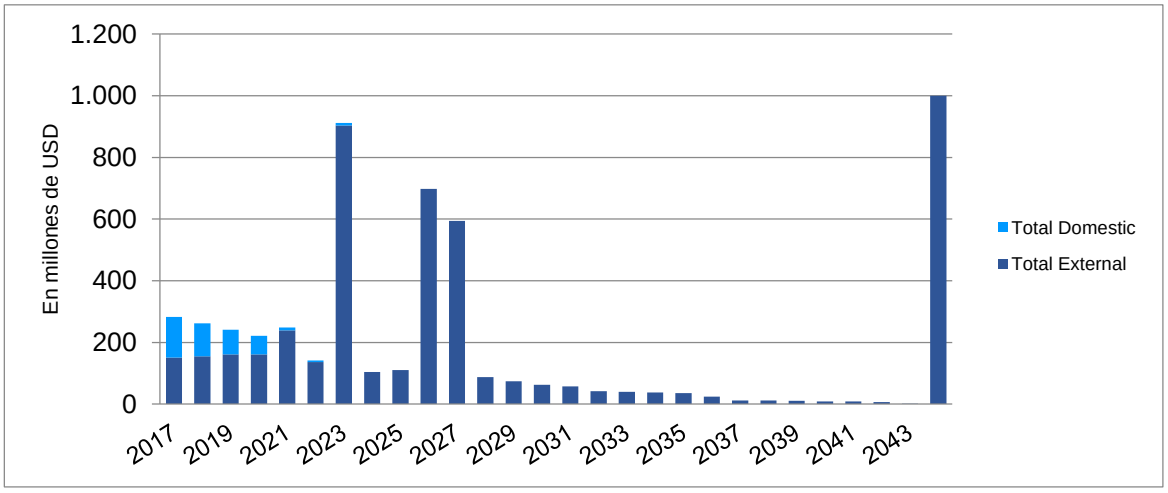
El **riesgo de refinanciación** corresponde a aquel en el que el gobierno tenga que refinanciar su deuda en condiciones de mercado menos favorables a las iniciales o que en casos extremos, no pueda vender nuevas obligaciones de deuda a corto plazo para obtener fondos para pagar las obligaciones existentes. El riesgo de refinanciación puede ser una manifestación de riesgo de liquidez o de riesgo de impago.

Al examinar el perfil de maduración promedio, se encuentra que el tiempo promedio de maduración del portafolio de deuda es relativamente largo respecto a otros países siendo este de 11,4 años: del cual, 12,3 años para la deuda externa y 1,9 años para la interna. Además, la concentración de deuda que vence en el corto plazo es relativamente pequeña y equivale al 5,8 % del total de la deuda de la Administración Central[10].

Como se expone en la tabla 6, el tiempo promedio de refijación de la deuda de la Administración Central es de 8,9 años, la deuda doméstica a 1,9 años y la externa a 9,6 años debido a que los plazos se encuentran entre 15-20 años, en contraste con la deuda interna cuyos plazos principales corresponden a 3 y 5 años.

En cuanto al perfil de redenciones, puede verse en la figura 5 como la emisión de los bonos soberanos ha generado una concentración de volúmenes de pago de capital. Por ejemplo, el bono 2023 va a representar un pago de USD 780 millones, que representa en la actualidad 2,8% del PIB. En ese sentido y dado que no se puede tomar como cierto el acceso al mercado internacional a cualquier fecha, el gobierno va a implementar medidas para su mitigación, tal como la recompra anticipada de parte de los vencimientos en años previos.

Figura 5. Perfil de redenciones al año 2016



Fuente: Elaboración propia en base la herramienta MTDS

[10] Total de la deuda a vencer en 1-5 años / Saldo a diciembre 2016 Administración Central

Como se observa en la tabla 7 de indicadores de medición de riesgo de tasas de interés y de refinanciamiento y tipo de cambio. Respecto a la tasa de interés podemos decir que es relativamente bajo, debido a que el tiempo promedio de refijación[11] es de 8,9 años para la deuda total.

Por su parte, el riesgo de refinanciamiento es moderado, ya que la deuda que vence en un año representa solo el 5,8% del total sin embargo, para mantener este riesgo bajo se hace necesario poder diversificar aún más las fuentes de financiamiento para atender los vencimientos de deudas.

Tabla 7. Indicadores de riesgo de la deuda existente en el año 2016. Adm. Central

Riesgo de la deuda	Interna	Externa	Total
Riesgo de la tasa de interés			
Deuda a tasa variable	0%	34,6%	34,6%
Deuda que se refija en 1 año (% total)	32,9%	36,2%	35,9%
Tiempo promedio de refijación (años)	1,9	9,6	8,9
Riesgo de refinanciamiento			
Deuda que vence en 1 año (% total)	32,9%	3,4%	5,8%
Deuda que vence en 3 años (% total)	79,5%	39,11%	42,4%
Tiempo promedio de maduración (años)	1,9	12,3	11,4
Riesgo de tipo de cambio			
Deuda en moneda extranjera	0,02%	91,78%	91,8%

Fuente: Elaboración propia en base la herramienta MTDS

En conclusión, si bien el 91% de la deuda está en moneda extranjera, el riesgo cambiario está cubierto por los ingresos provenientes de las hidroeléctricas que mitigan el riesgo de tipo de cambio. En cuanto al riesgo de tasa de interés se encuentra en niveles moderados por lo que es el menos significativo, dado que el 70,1% de la deuda total está a tasa fija y que la cantidad de deuda a corto plazo es limitada.

Si bien la vida promedio de la deuda es alta y la concentración de vencimientos baja, los bonos soberanos presentan un riesgo de refinanciamiento relevante, ante el cual se deben tomar acciones preventivas para reducirlo.

En el siguiente capítulo, se presenta las fuentes de financiamiento internas y externas con las cuales cuenta el país actualmente, su composición y característica actual.

[11] Refijación: Se entiende por refijación cuando la deuda cambia de tipo tasa de interés, por efecto de estar sujeta a una tasa variable a una fija o aquella deuda a tasa fija que vence y debe ser renovada con una nueva deuda a una tasa distinta a la fijada inicialmente.

IV FUENTES DE FINANCIAMIENTO

4.1 Fuentes Externas

El crédito externo procedente de los préstamos con organismos bilaterales y multilaterales continúa representando la fuente más importante de financiamiento para el Sector Público en Paraguay después de los Bonos Soberanos, que representan el 49,8% de la deuda externa de la Administración Central. Los préstamos representan volúmenes brutos de USD 234 millones al año en promedio en los últimos diez años. Poco más de la mitad de los recursos obtenidos de los organismos multilaterales provienen del BID y el BIRF a tasas de interés que se sitúan alrededor de un punto porcentual (margen) por encima de LIBOR, o su equivalente en tasa fija y a plazo promedio de 15 años. En general estos créditos se destinan a la financiación de proyectos de inversión programáticos y de apoyo presupuestario.

Paraguay, a través del Ministerio de Hacienda, ha logrado un rotundo éxito en sus colocaciones de Bonos Soberanos en el mercado internacional, siendo la primera colocación en 2013, que obtuvo la tasa más baja (4,625%) de la historia de los mercados financieros internacionales para un Bono Soberano inaugural [12]. Luego de la primera emisión exitosa, Paraguay continuó acudiendo a los mercados internacionales en los últimos años con nuevas emisiones de 30 y 10 años (Bono 2044, Bono 2026 y Bono 2027) y la reapertura del Bono 2023, según el detalle de la tabla 8.

Tabla 8. Bonos Internacionales emitidos por Paraguay

Conceptos	1ra Emisión	2da Emisión	3ra Emisión	4ta Emisión
	Bonos 2023	Bonos 2044	Reapertura Bonos 2023 (*)	Bonos 2026
Emisión (millones de USD)	500	1.000	280	600
Fecha de Emisión	17/01/2013	11/08/2014	25/07/2015	23/03/2016
Tasa (%)	4,625	6,1	4,15	5
Leyes	Ley 4.848/13	Ley 5.142/14	Ley 5.386/15	Ley 5.554/16

(*) La tasa nominal es igual a la de del Bono 2023 emitida en el 2013, sin embargo la colocación se hizo sobre la par.
Fuente: MH – Dirección de Política de Endeudamiento.

El Paraguay a lo largo del tiempo ha tenido variaciones en sus condiciones financieras, en la actualidad las condiciones de organismos multilaterales y bilaterales vigentes tiene un mayor costo para el país comparado con años anteriores. *Ver anexo 1 Condiciones financieras – organismos internacionales y bonos soberanos*

[12] Bloomberg

4.2 Mercado Doméstico

Mercado primario

El saldo total de bonos en el mercado doméstico asciende a PYG 2.013.639 millones, que representa el 1,2% del PIB nominal estimado para el 2016. Históricamente la mayor emisión se dio en el año 2014 por valor de 241,5 Mill de USD, para luego ir decreciendo en los años 2015 a 122,1 Mill de USD y en el 2016 a 86,5 Mill de USD de forma significativa. *Ver anexo 2. Emisiones de Bonos del Tesoro 2006-2016.*

El año 2014 otra característica resaltante fue la emisión por primera vez, a través de la Bolsa de Valores y Productos de Asunción (BVPASA). Durante el año 2016 se ha emitido el equivalente de USD 86,5 millones en 3 subastas. Los plazos colocados van de 2 a 7 años y las tasas de 7,27% a 8,10%. La mayor demanda se concentró en los bonos de 2 años y 3,5 años, a tasas de 7,27% y 7,60% respectivamente. El menor demandado fue el de 7 años con una tasa del 8.10%.

En los últimos dos años el endeudamiento externo redujo gradualmente la financiación en el mercado interno. De las emisiones dadas en el 2013 y 2014 de Gs. 1 billón, para el 2015 disminuyeron a Gs 0,5 billón. Cabe agregar que el espacio no utilizado en el mercado interno por parte del Ministerio de Hacienda ha sido ocupado por el Banco Central del Paraguay en la emisión de Letras de Regulación Monetaria (LRM).

Dado el bajo de emisiones de deuda interna en los últimos anos, es necesario de reactivar el mercado doméstico. A este fin, el Gobierno en coordinación con el BCP va a implementar un plan de acción por objetivo mejorar el funcionamiento del mercado primario y preparar las condiciones necesarias para el mercado secundario.

Base de Inversionistas

Como se expone en la tabla 9, el sistema financiero en Paraguay en los últimos años se ha diversificado aun siendo al cierre del 2016 dominado por los Bancos que representan 50% de los activos del sistema financiero siendo los de mayor demanda los bancos: la BVPASA, Visión Banco, Banco Itaú, Banco Regional. No existe la participación de fondos de pensiones privados ni fondos mutuos. Hasta el momento, ninguna institución financiera excluyendo los bancos ha participado en las subastas de Bonos del Tesoro. El segundo tenedor es el Fondo de Garantías de Depósitos con un 40%. El resto de los tenedores de bonos son: personas jurídicas en un 6%, personas físicas en un 1%, inversores institucionales en un 3%.

Tabla 9. Tenedores de Bonos del Tesoro. Año 2016

Tenedores	USD Mill.	% de Tenencia
Fondo Garantía de Depósitos	149.195.595	40%
Bancos y financieras	182.655.610	50%
Persona Jurídica	21.808.286	6%
Persona Física	5.387.658	1%
Inversor Institucional	9.678.416	3%
TOTAL	368.725.566	100%

Fuente: MH – Dirección de Política de Endeudamiento.

En relación a la proporción de la custodia de los bonos del Tesoro se tiene que el 85% se encuentra bajo custodia del Banco Central del Paraguay, y el 15% bajo la del BVPASA.

Si bien el Marco General de regulación y supervisión de Cooperativas, aprobado por Resolución INCOOP Nº 499/2004, autoriza a las cooperativas a comprar, conservar y vender títulos negociables representativos de deuda pública, hasta este año ninguna Cooperativa ha invertido en estos títulos[13]. Las cooperativas prefieren invertir en plantas y equipos: edificios para sucursales en el caso de las cooperativas de ahorro y crédito; silos y maquinarias, en el caso de las cooperativas de producción, por ello como se observa en la tabla 10, los bancos poseen el 78% de los activos del sector financiero al cierre del 2016, las cooperativas el 18% y por último las financieras con el 4%.

Tabla 10. Total de Activos del Sector Financiero (al 31/12/2016)

	Total de Activos (PYG mil millones)	% del Total	% del PIB
Bancos	57.507	78%	37%
Cooperativas	13.262	18%	9%
Financieras	3.177	4%	2%
Total	73.946		

Fuente: BCP – Incoop. Datos al 31/12/2016

El sistema financiero presenta una elevada liquidez, manifiesta en fondos disponibles e inversiones. El ratio de disponibilidades más inversiones alcanzó 14.2% del total de activos a diciembre del año 2016.

[13] Las cooperativas están reguladas por una entidad autónoma y autárquica, el Instituto Nacional de Cooperativismo (Incoop). El total de activos considerado corresponde a 33 cooperativas de ahorro y crédito y 18 cooperativas de producción.

Como se observa en la Tabla 11, los bancos tienden a mantener un porcentaje determinado de sus activos en títulos emitidos por el sector público: Letras de Regulación Monetaria (LRM) emitidas por el BCP, Bonos del Tesoro y Bonos de la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD). Estos porcentajes varían para cada entidad, y a lo largo de los años la participación dentro del sistema bancario sobre el total de Activos se ubicaba entre el 8-9%.

Tabla 11 Tenencia de títulos públicos en el sistema bancario

Tenencia de Títulos públicos en el Sistema Financiero

(PYG miles de millones)	2012	2013	2014	2015	2016
LRM					
Total	3.619	4.544	5.019	4.317	7.073
% sobre Total Activos	5,7%	5,7%	5,3%	3,9%	6,2%
Bonos del Tesoro					
Total	1.655	2.185	2.721	2.736	2.155
% sobre Total Activos	2,6%	2,7%	2,9%	2,5%	1,9%
Bonos de la AFD					
Total	153	112	50	0	0
% sobre Total Activos	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Total títulos públicos					
Total	5.427	6.840	7.790	7.053	9.228
% sobre Total Activos	9%	9%	8%	6%	8%
Total	**5.427**	**13.681**	**15.580**	**14.106**	**18.457**

Fuente: MH – BCP

La tenencia de Bonos del Tesoro en el 2016 en manos del sistema financiero se concentra en 12 bancos.

Extrapolando el crecimiento de los activos de los bancos durante los últimos años y asumiendo una distribución constante entre LRM del 9% y Bonos del Tesoro del 4%, se proyecta que la capacidad de absorción de los principales inversores en Bonos del Tesoro, los volumen de dichos montos proyectados daría entre los 300 – 500 Mill de USD.

Dentro de las medidas para el desarrollo del mercado doméstico planeadas y concretadas en los últimos 5 años se encuentran un conjunto de transformaciones que contribuyeron a mejorar la operativa del mercado interno de deuda pública:

- ✓ Desmaterialización de títulos (anotación en cuenta).
- ✓ Aprobación por Decreto de un marco general de emisión, negociación, colocación, mantenimiento en circulación, rescate y rescate anticipado de los bonos de la Tesorería General.
- ✓ Conformación de un Comité de Colocación de Bonos, que tiene potestad para evaluar las ofertas recibidas a través de la Licitación Pública Nacional y aceptar o rechazar las mismas conforme a criterios técnicos.

- ✓ Conformación de un Equipo Consultivo Interinstitucional, compuesto por representantes del Ministerio de Hacienda y el Banco Central del Paraguay, al cual corresponde analizar las condiciones macroeconómicas y de mercado, entre otras funciones.
- ✓ Calendario preanunciado de subastas.
- ✓ Reapertura de bonos ya emitidos.
- ✓ Activa interacción con los bancos, principales inversores de los Títulos del Tesoro, de tal manera a actualizar la perspectiva de mercado en cuanto a plazos y tasas de emisión.
- ✓ Estandarización de los procesos de liquidación de los intereses y el principal.
- ✓ Estandarización de los procesos de subastas, mediante la subasta Holandesa
- ✓ Reducción significativa de las tasas de interés nominales con relación a las que se pagaban en el periodo 2006-2010.

V. ESTRATEGIA DE LA DEUDA PÚBLICA 2017-2021

5.1 Lineamientos y Metas Estratégicas para la Gestión de la Deuda Pública 2017-2021

El delineamiento de la estrategia de deuda se basó en el análisis de diferentes aspectos que caracterizan actualmente a la deuda pública como: i) el bajo nivel de stock de deuda con relación al PIB, ii) el riesgo del tipo de cambio que tiene un efecto limitado sobre el presupuesto ya que está mitigado por los ingresos de Itaipú y Yacyretá, iii) el riesgo de tasa de interés, que es moderado, teniendo en cuenta que el mayor porcentaje de deuda se encuentra a tasa fija y que la deuda a tasa variable es de largo plazo; iv) la base de inversionistas en el mercado doméstico que es muy limitada y el mercado poco profundo; y finalmente, la necesidad de establecer metodologías para el manejo de pasivos teniendo en cuenta el volumen de deuda emitido en los mercados internacionales.

Si bien el entorno macroeconómico ha mostrado una estabilidad robustos y unos resultados muy auspiciosos en términos de crecimiento los últimos años, a la hora de establecer los lineamientos de la estrategia no se dejan de considerar algunos riesgos sobre el stock de deuda que puede aportar la macroeconomía.

Una manera de manejar los riesgos derivados de la macroeconomía es la diversificación de las fuentes de financiamiento; por lo que se analizaron alternativas de financiamiento que iban desde fomentar un aumento de la participación de la deuda interna dentro de la deuda total, así como también la modificación del porcentaje de participación de los instrumentos ya existentes en el mercado. En todos los casos, se estimaron los costos que podría tener esta política de diversificación y los riesgos de la misma

Para estimar el costo se utilizó como indicador la razón intereses/PIB[14], mientras que en el caso del riesgo se lo midió como la variación en el costo cuando la tasa de interés y el tipo de cambio varían, según los escenarios simulados.

Con base al análisis de los costos y riesgos se determinaron las siguientes líneas de acción estratégicas para el manejo de la deuda pública en el periodo 2017 – 2021:

i. Diversificación de las fuentes de financiamiento;
ii. Profundización y fortalecimiento del mercado local;
iii. Preparación de un programa de operaciones de manejo de pasivos para mitigar el riesgo de refinanciación.

La diversificación de las fuentes de crédito busca asegurar al gobierno acceso a recursos en circunstancias de choques externos que generen desequilibrios fiscales y aumentos inesperados de las necesidades de financiamiento. Este lineamiento estratégico estará sustentado en tres líneas de

[14] Dado el bajo nivel de deuda/PIB en el Paraguay se considera el indicador de flujo más relevante que un indicador de stock. Sin embargo, las estrategias se compararon también utilizando la razón Deuda/PIB como indicador de costo. Las conclusiones obtenidas se mantienen.

acción concreta: i) darle continuidad al programa de emisión de bonos en los mercados internacionales; ii) fortalecimiento del programa de emisiones en el mercado local, denominados en guaraníes, contribuyendo a la profundización del mercado primario; iii) financiamiento de proyectos de inversión a través de organismos multilaterales y bilaterales; y iv) utilización de nuevos instrumentos de financiamiento de la inversión.

En el mercado doméstico, se incluye la posibilidad de crear instrumentos a corto plazo, teniendo en cuenta la necesidad del mercado bancario (principales compradores de títulos de deuda en el mercado interno) de contar con liquidez de activos financieros, considerando que los instrumentos a largo plazo son poco atractivos para mantenerlos en su cartera.

En cuanto a las fuentes de financiamiento externo, se buscará acudir a los mercados internacionales cuando las tasas de interés se encuentren a niveles atractivos y las condiciones financieras internacionales sean las más favorables, mientras que seguiremos apoyándonos en la capacidad de acompañamiento y asesoramiento técnico de los organismos multilaterales a la hora de financiar determinados proyectos de inversión.

La tabla 12, nos expone las metas sobre algunos indicadores, los cuales reflejan el balance entre costo y riesgos deseados por el Gobierno, el cuadro siguiente resume la situación actual y las metas propuestas para algunos de los indicadores más importantes:

Tabla 12. Metas con relación a los Indicadores de Riesgos de los Lineamientos para la Gestión de la Deuda Pública

Exposición de Riesgos	Indicadores	Nivel Actual (2016)	Metas Propuestas
Riesgo de Refinanciación	% de deuda en moneda doméstica	8,2	11
	ATM Deuda Interna (años)	1,9	2
	Refinanciamiento de la deuda en 3 años (porcentaje del total)	16,1	≤25
Riesgo de tasas de interés	Deuda que se refinancia en 1 año (% del Total)	35,9	≤25

Fuente: Dirección de Política de Endeudamiento. SSEE. MH

5.2 Medidas para el desarrollo del mercado domestico

Actualmente, para diversificar la base de inversionistas del mercado interno se buscará la apertura de inversores como agentes no residentes o la introducción de agentes del sistema de pensión, esto ayudará a la expansión de la base, así como a crear un apetito a adquirir títulos del tesoro a largo plazo, los cuales actualmente no captan la atención del mercado interno.

Para mejorar la estructura del mercado se establece la creación de Benchmarks mediante la liberación de la restricción del país de emitir a la par o sobre la par en el mercado doméstico, mediante los ajustes necesarios que permitan nuevos mecanismos que favorezcan subastan más competitivas.

Se busca continuar con la publicación del calendario, fomentando su previsibilidad, en coordinación de acciones con el Banco Central del Paraguay.

A modo de mejorar el aspecto comunicativo en el mercado interno, se mantendrá comunicación directa y periódica con los inversores a lo largo del año, con la finalidad de indagar acerca de sus intereses, transmitir la estrategia del Gobierno y el compromiso del mismo en la construcción de la curva en el mercado doméstico con el fin de aumentar el interés de los inversionistas.

5.3 Mitigación del riesgo de refinanciamiento

El Paraguay ha realizado 4 colocaciones internacionales, de vencimientos de 10 y de 30 años, las cuales requieren una previsión con varios años de antelación de la forma en como el país hará frente a su compromiso. Para ello el Estado debe estudiar la mejor estrategia de manejo de pasivos a modo de mitigar o redistribuir los picos altos de amortización de los bonos internacionales.

El gobierno de la República va a considerar una gama de opciones para mitigar el riesgo de refinanciamiento lo que puede incluir:

i. Utilización de distintas estructuras, como por ejemplo, *amortizing bonds*, en futuras emisiones de bonos soberanos;
ii. Operaciones de manejo de pasivos, que pueden incluir recompras, canjes u otras operaciones combinadas;
iii. Pre-fondeo y formación de un colchón de liquidez;
iv. Contratación de créditos contingentes.

Si bien el primer vencimiento de bonos soberanos es solamente en 2023, algunas de esas medidas pueden requerir más tiempo para su implementación y, por eso, el gobierno debe empezar a prepararse ya en el ámbito de esa estrategia de mediano plazo. Las medidas mencionadas no son exhaustivas ni tan poco excluyentes y su costo será apreciado en relación a su beneficio de mitigación de riesgo.

VI. ANEXO

CONDICIONES FINANCIERAS – ORGANISMOS INTERNACIONALES

Entidad	Modalidad del Préstamo	Tasa de interés			Comisión de Compromiso	Costo de Administración	Plazos (años)	
							Gracia	Vencimiento
BID	Facilidad Flexible de Financiamiento – Capital Ordinario	LIBOR a 3 meses (1,35%) + Margen Fondeo (0,10%) + Margen Variable (0,85%) = 2,25%			0,50%	-	5	25[15]
		Tasa Fija (4,03%) + Margen Variable (0,85%) = 4,88%[16]			0,50%	-		
JICA[17]	Términos Generales	Tasa Fija	Estándar	1,20%	0,01%	-	10	30
			Opción 1	1,00%	0,01%	-	7	25
			Opción 2	0,80%	0,01%	-	6	20
			Opción 3	0,60%	0,01%		5	15

[15] Los Préstamos de Inversión típicamente con un vencimiento de 25 años, 5 años de gracia, con una Vida Promedio Ponderada (VPP) máxima de 15.25 años. Los préstamos de Apoyo a Reformas de Política con vencimiento de 20 años, 5 años de gracia, con una VPP de 12.75 años.

[16] El BID actualmente no posee préstamos a tasa fija, sin embargo existe la posibilidad de fijar tasas de préstamos que ya hayan realizado desembolsos. La tasa mostrada representa el promedio de tasas fijas que el BID cotizó para toda la cartera de préstamos que reúnen las condiciones de fijación al 18DIC2015.

[17] Los valores correspondientes a los países de ingresos medio bajos. Los Términos Generales abarcan a principalmente al sector infraestructura. Asimismo los préstamos otorgados son en yenes.

BIRF[18]	Préstamos Flexibles	LIBOR a 6 meses (1,54%) + Margen Variable[19]	0,45% = 1,99%	0,25%	Comisión Inicial: 0,25% (una sola vez a la entrada en vigencia del préstamo)	0 a 17,5	ARM[20] >8
			0,55% = 2,09%				ARM 8-10
			0,65% = 2,19%				ARM 10-12
			0,75% = 2,29%				ARM 12-15
			0,85% = 2,39%				ARM 15-18
			0,95% = 2,49%				ARM 18-20
		LIBOR a 6 meses (1,54%) + Margen Fijo[21]	0,70% = 2,24%				ARM >8
			0,90% = 2,44%				ARM 8-10
			1,00% = 2,54%				ARM 10-12
			1,20% = 2,74%				ARM 12-15
			1,40% = 2,94%				ARM 15-18
			1,50% = 3,04%				ARM 18-20
FONPLATA[22]	Términos Generales	LIBOR a 6 meses (1,54%) + Margen Fijo Implícito 2,54% = 4,08%		0,50%[23]	0,70% aplicada al monto del préstamo y se deduce del primer desembolso	5	20

[18] La tasa de interés base para Préstamos del BIRF flexibles en la mayoría de las divisas es actualmente la LIBOR a 6 meses en la moneda correspondiente. Encuentre información sobre las tasas LIBOR en la página web de la Asociación de Banqueros Británicos. https://www.theice.com/marketdata/reports/170

[19] El margen variable es reajustado semestralmente durante la vigencia del préstamo, el spread se clasifica de acuerdo al plazo promedio de reembolso (hasta 12 años, de 12 a 15 años, de 15 a 18 años).

[20] Plazo promedio de reembolso.

[21] El margen fijo se establece en el contrato del préstamo y permanece constante durante la vigencia del préstamo, el spread se clasifica de acuerdo al plazo promedio de reembolso (hasta 12 años, de 12 a 15 años, de 15 a 18 años).

[22] El spread de las tasas de interés representan un promedio a la clasificación existente según el monto del préstamo a contratar.

[23] La comisión de compromiso aumenta a 1% si hay retrasos en los desembolsos.

CAF[24]	Préstamos	LIBOR a 6 meses (1,54%) + 2,00[25]% = 3,54%	0,35%	Comisión de Financiamiento: 0,85% del total del préstamo Gastos de Evaluación: USD 50.000	5	15
OPEP-OFID[26]	Desarrollo del Sector Público	Tasa Fija 5%	-	1% (durante la vida del préstamo sobre el monto del financiamiento)	3	12
FIDA	Condiciones Ordinarias	Variable: 0,87%[XI]	-	-	3	18
BEI	Préstamos	LIBOR a 6 meses (1,54%) + Margen Fijo 0,531% = 2,071%[27]	0,50%	Comisión de Financiamiento: 0,50% (una sola vez por el otorgamiento del préstamo) Gastos de Evaluación: Euros 75.000	3	15

Fuente: Dirección de Política de Endeudamiento. SSEE. MH

[24] Los valores corresponden al contrato de préstamo del "Proyecto de Construccion de la Linea de 500KV Yacyreta-Villa Hayes". Ley N° 5184

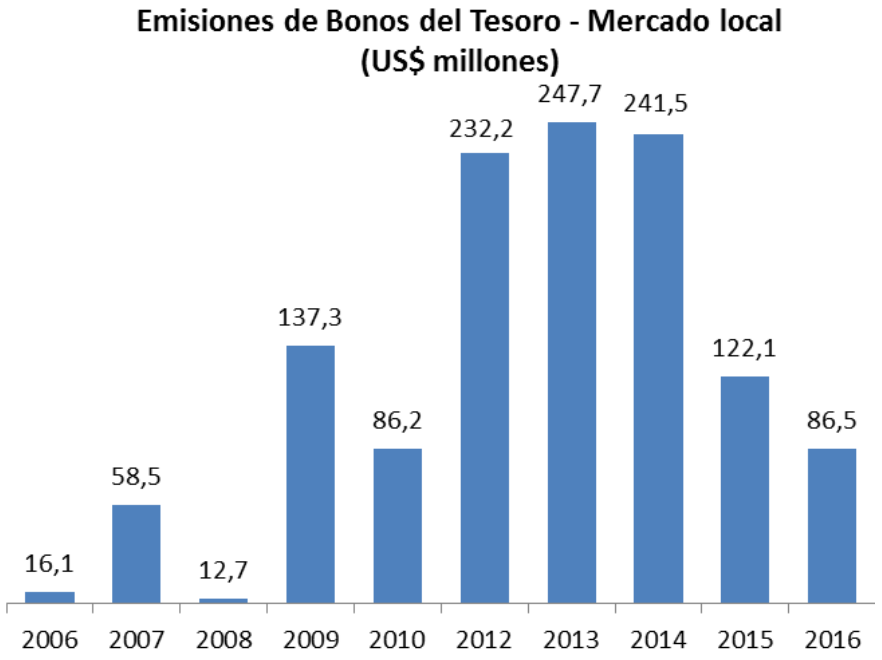
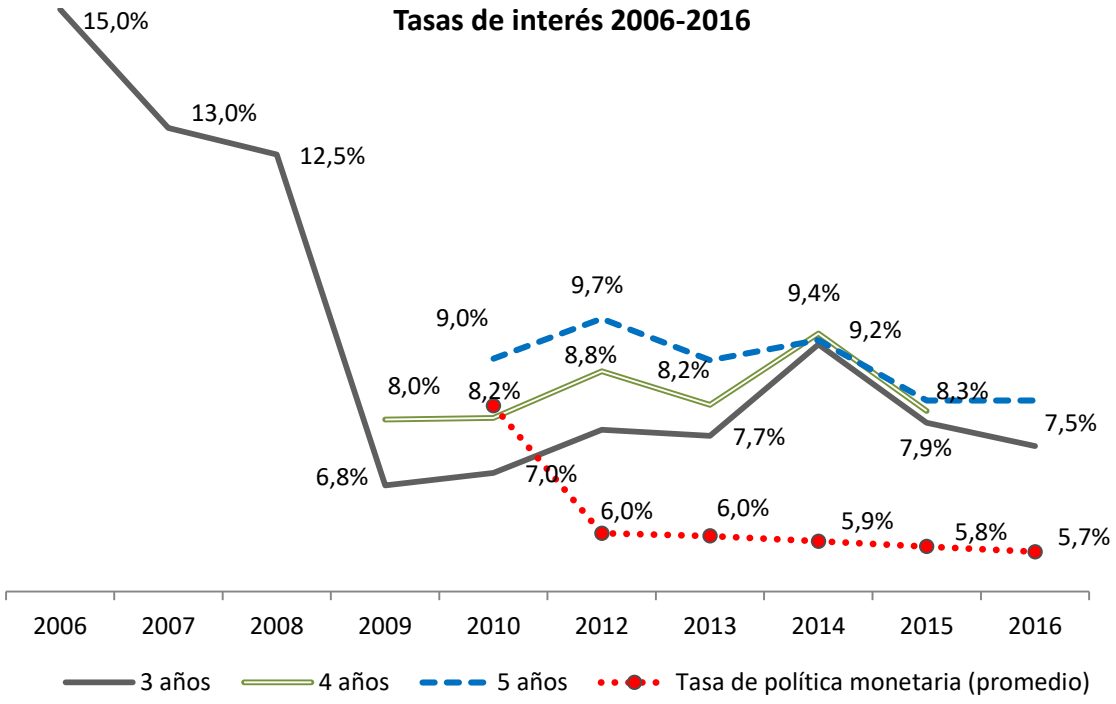
[25] De acuerdo al último contrato negociado

[26] Los valores corresponden a la última operación "Programa de Fortalecimiento del Sistema Eléctrico Nacional".

[XI] El tipo de interés de referencia del FIDA aplicable a los préstamos en condiciones ordinarias se basará en el tipo compuesto DEG/LIBOR/EURIBOR a seis meses de las cuatro monedas que componen el DEG (dólar de los Estados Unidos, yen japonés, euro y libra esterlina) vigentes el primer día hábil del mes de enero y julio respectivamente, más un margen variable compuesto (spread). El margen aplicado por el FIDA será un promedio ponderado de los spreads aplicados por el BIRF (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento) para préstamos similares con vencimiento promedio entre 18 y 20 años.

[27] Corresponde a tasa en divisa: Euros. Margen Fijo del ultimo desembolso de fecha 22/05/2017. (El margen fijo lo establece el BEI mediante un documento remitido a la ANDE)

CONDICIONES FINANCIERAS – BONOS INTERNACIONALES

Datos a considerar	1era Colocación	2da Colocación	3ra Colocación	4ta Colocación	5ta Colocación
Fecha de Colocación	25-ene-13	11-ago-14	30-abr-15	23-mar-16	22-mar-17
Monto Colocado (USD Mill.)	500	1.000	280	600	500
Demanda recibida (interese de los inversores)	US$ 5.500 mill (11,1 veces más de lo colocado)	US$ 3.400 mill (3,4 veces más de lo colocado)	US$ 1.000,3 mill (3,6 veces más de lo colocado)	2.552 mill (4,25 veces más de lo colocado)	3.018 mill. (6 veces más de lo colocado)
Tasa de Interés	4,625%	6,10%	4,15%	5,00%	4,7%
Spread sobre el bono comparable de EEUU	275 bps	281,6 bps	222 bps	312,7 bps	225 bps
Precio de colocación	100,00%	100,00%	103,11%	99,997%	100,00%
Plazo (años)	10	30	7,75	10	10

CONDICIONES FINANCIERAS – BONOS LOCALES