



SISTEMA FINANCIERO PARAGUAYO

Construyendo sobre sólidos fundamentos



SISTEMA FINANCIERO PARAGUAYO. Construyendo sobre sólidos fundamentos

ISBN 978-99967-735-3-2

Impreso en Paraguay. Printed in Paraguay.

Primera edición: julio 2018

Imprenta: Nempre Producciones

Coordinación general:

María Rosa Ortellado Espíndola, Andrés Benítez Ruíz Díaz y Celina Raquel Gertopan Echeverría

Corrección de estilo y edición:

Andrés Benítez Ruíz Díaz, María Rosa Ortellado Espíndola y Adriana Elizabeth Guillén Cano

Edición: María José Peralta Heisecke

Diseño de tapa: Cinthia Ernestina Fernández

Diseño y diagramación: Karina Palleros

Fotografías de tapa e interior: Karina Palleros

El contenido, análisis, opiniones y conclusiones expuestos en este material son de exclusiva responsabilidad de los autores y no necesariamente coinciden con la postura oficial del Banco Central del Paraguay.

Se prohíbe la reproducción total o parcial, el registro o la transmisión por cualquier medio de recuperación de información, sin permiso previo por parte de los autores.

ÍNDICE

PRÓLOGO	5
PARTE 1: El camino recorrido	8
Historia del sistema bancario de Paraguay	10
<i>José Cantero</i>	
Interacción entre política monetaria y mercado de dinero	39
<i>Rafael Lara Valenzuela</i>	
Sistema financiero paraguayo: <i>Carpe diem</i>	61
<i>Carlos Fernández Valdovinos</i>	
PARTE 2: La agenda pendiente	90
Vademécum normativo de prioridades y su incidencia en un ámbito financiero cambiante ¿Qué hay de nuevo y qué se viene?	92
<i>Ernesto Velázquez Argaña</i>	
Retos y oportunidades del sistema de jubilaciones y pensiones del Paraguay.....	114
<i>Lea Giménez</i>	
La inserción en los mercados internacionales y su efecto en el financiamiento.....	148
<i>Humberto Colmán</i>	
La supervisión basada en riesgos en Paraguay	178
<i>Diego Duarte Schussmuller</i>	
PARTE 3: Lecciones y proyecciones: Un comparativo regional	190
Institucionalidad y regulación financiera: ¿Qué aprendimos de las crisis regionales?....	192
<i>Carlos Carvalho Spalding</i>	
El sistema financiero del Paraguay y las perspectivas regionales	225
<i>Hamid Faruqee, Geoffrey Keim y Marie Kim</i>	
Los autores	259

PRÓLOGO

Economistas e historiadores han estudiado extensamente la crisis bursátil de Wall Street a inicios del siglo XX, la cual se considera como el factor principal en el origen de la Gran Depresión. Al respecto, Milton Friedman afirma: “No tengo ni la menor duda de que el colapso del mercado de valores en 1929 desempeñó un papel importante en la primera recesión”. El desplome de la Bolsa de Nueva York dio fin a una de las mayores burbujas financieras jamás antes vista e ilustra claramente las nefastas consecuencias de una persistente desalineación de las expectativas con respecto a los fundamentos económicos. Toda desalineación entre expectativas y fundamentos exige inexorablemente una corrección. En aquel Jueves Negro, la revisión fue tan brusca y grande que ocasionó una conmoción generalizada sin precedentes.

Más recientemente, la economía mundial presenció el pinchazo de otra burbuja, que desató la crisis más severa desde el final de la II Guerra Mundial: la Gran Recesión. Dos de los principales factores que determinaron la burbuja inmobiliaria del 2009 fueron la inadecuada arquitectura de la regulación financiera y la política monetaria expansiva (por un largo periodo) en Estados Unidos y en otros países desarrollados. En la antesala de este último episodio de gran volatilidad financiera global, la agresiva expansión de préstamos hipotecarios por parte de bancos y agentes hipotecarios permitió tener acceso crediticio casi irrestricto a personas con predecibles riesgos de impago. De esta manera, surgieron las llamadas *hipotecas sub-prime*, que, en realidad, eran solo activos tóxicos y con alta probabilidad de *default*. A su vez, este tipo de hipotecas dio origen a nuevos derivados financieros que pasaron a formar parte del activo de muchas instituciones financieras. Por este motivo, el estallido de la burbuja inmobiliaria desató casi inmediatamente una gran crisis financiera. Adicionalmente, en un sistema económico y financiero altamente interconectado, las tensiones que habían comenzado en Estados Unidos se expandieron rápidamente por todo el mundo.

Estos dos episodios ilustran cómo una disrupción en los mercados financieros tiene efectos adversos en la dinámica de nuestras economías. Además de sus efectos macroeconómicos, toda crisis financiera tiene un elevado costo social en términos de incremento en la desigualdad, la pobreza y el desempleo. Por el contrario, a mayor desarrollo y estabilidad del sistema financiero, mejor es el desempeño económico de un determinado país. Un sistema financiero en buen funcionamiento hace que la vinculación entre ahorradores e inversores sea eficiente, segura y transparente, y disminuyan significativamente los costos de información y de transacción para los agentes económicos. Al fomentar el ahorro e incentivar su canalización hacia las inversiones que tienen una productividad esperada más elevada, el sistema financiero contribuye con el crecimiento económico de un país.

El sistema financiero también facilita el intercambio de bienes y servicios entre personas, empresas y países.

La historia económica del Paraguay está llena de ejemplos de la cercana relación entre el desarrollo (y estabilidad) del sistema financiero y el desempeño de la economía. Una muestra es lo acontecido durante la segunda mitad de la década de los noventa. Por aquel entonces, el sistema financiero paraguayo atravesó una crisis contaminante que provocó una notoria pérdida de confianza hacia el sistema. Esta crisis finalizó con el cierre y la liquidación de alrededor de un tercio de los bancos y dos tercios de las financieras. Durante ese periodo, el débil desempeño económico de nuestro país se tradujo en un importante incremento en los índices de pobreza y en el empeoramiento de varios otros indicadores sociales.

Pasaron quince años desde la última crisis bancaria y, tras sucesivas reformas, hoy tenemos un sistema financiero más sólido y con mayor confianza del público. Los depósitos en proporción al PIB se han incrementado del 23 %, en el 2003, a casi el 50 %, en el 2017. Al mismo tiempo, y a pesar de un escenario externo adverso, el país mantuvo, en promedio, un crecimiento económico que estuvo entre los más elevados de la región. No obstante, si bien la profundización financiera ha aumentado significativamente, los indicadores aún se encuentran por debajo de los observados en otros países de la región. El desafío ahora es implementar políticas adecuadas y previsoras para asegurar que el ritmo de desarrollo financiero continúe sostenible y para garantizar que la regulación y supervisión acompañen de manera consistente la evolución.

Desarrollar el sistema financiero no es una tarea sencilla ni de resultados inmediatos. Todo proceso de profundización financiera tiene riesgos inherentes. En particular, debe evitarse que un rápido crecimiento del crédito, en lugar de significar un verdadero desarrollo del mercado financiero, se convierta en el típico caso de *boom* crediticio insostenible. Por ello, la implementación de políticas que promuevan una mayor profundización financiera debe ser acompañada de una adecuada supervisión orientada a atenuar los riesgos de burbujas. Por supuesto, una buena conducción de las políticas macroeconómicas es requisito fundamental en todo este proceso. El manejo coordinado y consistente de las políticas fiscal y monetaria a lo largo de los últimos años ha generado las condiciones macroeconómicas adecuadas para propiciar un crecimiento sostenido del sector financiero paraguayo. Algunos resultados, debidamente documentados en este libro, sugieren incluso que nuestras actuales condiciones pueden sostener sin problemas un mayor nivel de desarrollo financiero.

Con la idea de discutir las oportunidades y desafíos que enfrenta el sistema financiero paraguayo para convertirse en un verdadero motor del desarrollo económico y social futuro del país, editamos este libro. Si bien la lista de los temas tratados no es exhaustiva, los tópicos analizados son algunos de los que consideramos más relevantes. En la primera parte de esta obra, *El camino recorrido*, José

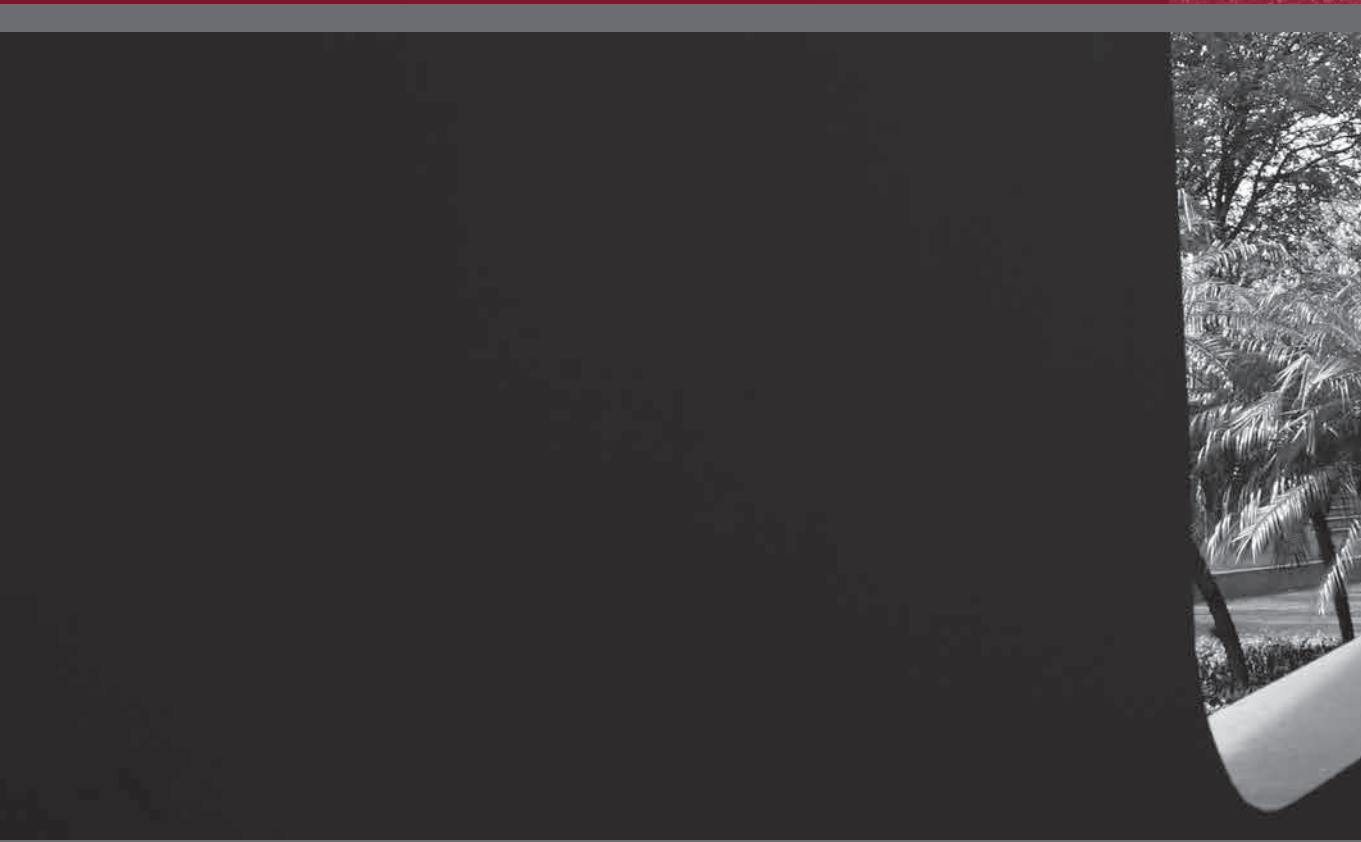
Cantero nos sumerge en la historia del sistema bancario del Paraguay, segmentada en cinco episodios de reformas, comprendidos en el lapso de 1944 a 2017. Luego, Rafael Lara describe la relación existente entre la política monetaria y el mercado de dinero desde el punto de vista del Banco Central. Posteriormente, en el capítulo de mi autoría examino la relación entre el sector financiero, el crecimiento económico y la reducción de la pobreza, complementando este análisis con una valoración de las oportunidades y riesgos del uso de la tecnología en la provisión de servicios financieros.

En el segundo apartado, denominado *La agenda pendiente*, Ernesto Velázquez aborda los principales avances en materia legislativa e identifica aquellas leyes que aún son necesarias para lograr mayor eficiencia y seguridad en el sistema financiero. Seguidamente, Lea Giménez presenta una descripción del contexto actual de la contribución a la seguridad social y realiza una evaluación de la sostenibilidad del sistema de jubilaciones y pensiones en Paraguay. A continuación, Humberto Colmán realiza una pormenorizada revisión de las emisiones de los bonos soberanos y expone la evidencia del impacto de estos sobre el costo del financiamiento de las empresas nacionales que cotizan en los mercados internacionales. En el siguiente capítulo, Diego Duarte describe los aspectos de la supervisión basada en riesgo, orientada a la determinación del perfil de riesgo de las instituciones financieras, con el propósito de garantizar un sistema financiero estable, solvente y próspero.

En la tercera parte de la obra, *Lecciones y proyecciones: Un comparativo regional*, Carlos Carvallo Spalding analiza, en un contexto integrado, las crisis financieras desarrolladas en Argentina, Uruguay y Paraguay, y hace una evaluación de las reformas recientes y desafíos pendientes en cuanto a los lineamientos de Basilea III, tanto en Paraguay como en el resto de América Latina. Por último, el capítulo elaborado por Hamid Faruqee, Geoffrey Keim y Marie Kim, del Fondo Monetario Internacional, brinda perspectivas regionales sobre la evolución y las tendencias del mercado financiero, y además identifica desafíos y riesgos particulares que enfrentan las instituciones y el sistema financiero del Paraguay.

A partir de lo ocurrido en la década de los noventa, los paraguayos comprendemos muy bien los elevados costos económicos y sociales que las crisis financieras generan. Aquellas crisis fueron resultado de una rápida expansión del sector financiero en un marco de regulaciones poco sólidas y escasamente preventivas. Desde entonces, nuestro sistema financiero se ha recuperado. El desafío en el mediano plazo será implementar políticas para asegurar que el sector financiero se convierta en una autopista que permita el acceso rápido a un mayor desarrollo económico y social, y evite que se transforme en un camino lleno de baches que puedan ocasionar un grave accidente. Estoy convencido de que este nuevo libro del BCP servirá como punto de partida para el diseño de estas políticas.

Carlos Fernández Valdovinos
Julio de 2018



PARTE 1

El camino recorrido



Historia del sistema bancario de Paraguay

José Cantero

El autor agradece la valiosa contribución de Hernán Colmán, Gustavo Benítez, Jorge Jiménez y Hugo Centurión para la elaboración de este capítulo.



Las cinco reformas bancarias en el Paraguay

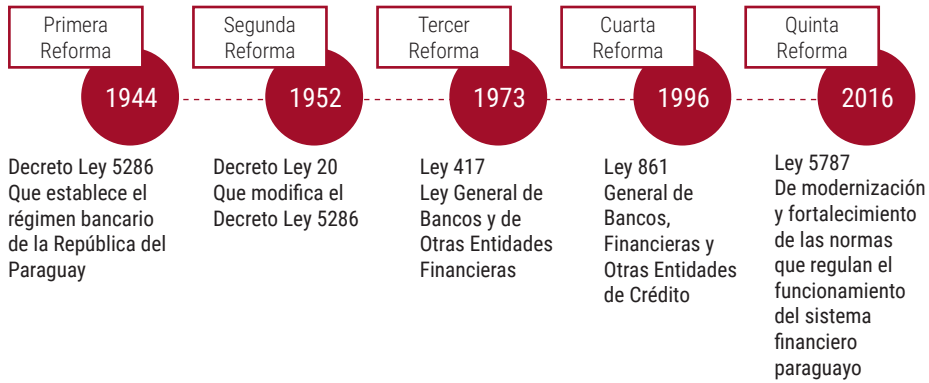
Desde 2004, el sistema bancario nacional atraviesa el proceso de estabilidad y auge más prolongado de su historia reciente. Este periodo de sostenido dinamismo ha sido consecuente con el *boom* de los precios de *commodities* que duró el extendido lapso 2004-2015, en el cual la economía nacional registró una continua expansión económica sin precedente en la actual era democrática del país. La pronta consolidación del sector bancario, tras la finalización de la crisis bancaria del 2003, así como su elevado nivel de solvencia, han permitido que las entidades bancarias se conviertan en el factor financiero dinamizador del sector real de la economía, intermediando los recursos del público hacia los proyectos de inversión de las empresas y las necesidades de consumo de los hogares.

El largo viento de cola disminuyó abruptamente en el 2015, con una caída aproximada del 40 % de los precios internacionales de *commodities* agrícolas. La solidez del sistema bancario paraguayo posibilitó al conjunto de las entidades bancarias y financieras afrontar este severo *shock* de la oferta, y a proseguir en el paulatino y continuo proceso de bancarización.

El avance del sector bancario, medido a través de la relación de los depósitos bancarios respecto al PIB alcanzaba, a fines de 2016, un nivel récord del 50 %, siendo uno de los más elevados de la región. La bancarización también ha abarcado una dimensión geográfica como nunca antes, con presencia en todos los departamentos y en casi todos los principales distritos del país, por medio de sucursales bancarias, corresponsales no bancarios (CNB) y cajeros automáticos (ATMs).

Para valorar y dimensionar el auge, la solidez y el proceso de bancarización del sector bancario nacional es necesaria una mirada a su largo y lento proceso de consolidación a través de la historia. Esta retrospectiva nos permitirá, a su vez, comprender la imperiosa necesidad de avanzar en la instauración de un marco legal tendiente a garantizar la estabilidad, la solidez y la supervisión cada vez más eficaz del sistema bancario nacional.

La historia del sistema bancario del Paraguay podría ser segmentada en cinco episodios de reformas, comprendidos entre los años 1944 a 2017 (TABLA 1). Esta clasificación no es incluyente en su totalidad y quizá sea arbitraria. Antes de 1944, existía una orientación clara por parte del Estado de la necesidad de fomentar la creación de entidades bancarias, ya sea de capital privado, público o mixto, así como también la necesidad de crear una institución bancaria que tenga la atribución y capacidad para mantener la estabilidad cambiaria y ofertar el dinero circulante necesario para el normal funcionamiento de la economía. No obstante, los bancos no contaban con un marco legal ni con instituciones apropiadas para la supervisión y regulación.

Tabla 1**Reformas del sistema bancario de Paraguay - Línea de tiempo**

Fuente: Elaboración propia.

La primera reforma bancaria se realizó en 1944, apenas un año tras haber sido creado el signo monetario guaraní, por medio del Decreto Ley 5286 Que establece el Régimen Bancario del Paraguay, del 27 de septiembre de 1944. La segunda reforma ocurrió en 1952, año de creación del Banco Central del Paraguay (BCP), y por Decreto Ley 20 se modificó la ley de bancos y derogó el referido Decreto Ley 5286. En 1973, en un primer ambiente de estabilidad monetaria, financiera y de auge económico, se emprendió la tercera reforma bancaria por medio de la promulgación, el 13 de noviembre de 1973, de la Ley 417 General de Bancos y de Otras Entidades Financieras. A mediados la década de los 90, en un escenario de inestabilidad bancaria y de evidente deterioro, se inició la cuarta reforma con la promulgación de la Ley 489/95 Orgánica del Banco Central del Paraguay y la Ley 861/96 General de Bancos, Financieras y Otras Entidades de Crédito.

Transcurridos prácticamente veinte años, a finales de 2016, y de modo a resguardar y consolidar la estabilidad del sistema bancario, se emprendió la quinta reforma del sistema bancario con la aprobación de la Ley 5787 De modernización y Fortalecimiento de las Normas que Regulan el Funcionamiento del Sistema Financiero Paraguayo, modificatoria de la Ley 861/96. Esta reciente legislación permitirá al BCP adaptarse a la dinámica del negocio financiero y a sus riesgos, avanzando en el desarrollo de normas regulatorias y consolidando el proceso de supervisión basada en riesgos. A su vez, hará posible adherirse a los estándares internacionales y mejores prácticas que gobiernan la industria bancaria a nivel global. Complementa esta reforma, la promulgación del Poder Ejecutivo de la Ley 6104, que modifica y amplía la Ley 489/95 Orgánica del BCP.

El rol del sistema bancario es fundamental para el fomento de la economía. Comprender su papel, el estado de solidez en que se encuentra en la actualidad, así como la necesidad de seguir avanzando en las reformas y fortalecimiento institucional, requieren de *retro-mirada* en su largo proceso de consolidación.

Periodo previo a la primera reforma

La antesala de la primera reforma bancaria del Paraguay, realizada en 1944, tuvo tres etapas claramente demarcadas. La primera comprende el periodo de 1870 a 1890 caracterizado por el intento infructuoso por parte del Estado de fomentar la creación de bancos en el Paraguay. La segunda, abarca el lapso entre 1890 y 1916, con la presencia de bancos anglo-argentinos vinculados con la especulación de las ventas de tierras del Estado. La tercera etapa se inició en 1916 con la creación de la Caja de Conversión, institución embrionaria de lo que sería un banco central, y se extendió hasta 1944.

Al término de la Guerra de la Triple Alianza, no solo el sector productivo se encontraba desolado, sino además el sistema monetario estaba arruinado, debido principalmente a la elevada desvalorización que había sufrido la moneda nacional como consecuencia de la creciente emisión monetaria requerida para financiar las necesidades propias de la guerra (Cantero, 2015). Por decreto del 31 de julio de 1871, se reconoció oficialmente la realidad monetaria paraguaya, cuando fue dispuesta la desmonetización de los billetes. El problema se complejizaba, pues además de tal desmonetización, hasta ese entonces nunca había surgido una entidad bancaria en el Paraguay. Ante esta realidad, la nación debía recomponerse instaurando la creación de bancos con la facultad de emisión de billetes y la capacidad de otorgar créditos para restablecer la dinámica económica.

La Constitución de 1870 pretendía resolver esta falencia, manifestando en su artículo 72 la necesidad de “...establecer y reglamentar un Banco Nacional con la facultad de emitir billetes”. Con la creación de entidades bancarias, se esperaba que el dinero volviera a fluir y que su emisión se autorregulara para respaldar y reencauzar la economía. Las buenas intenciones quedaron distantes de la realidad.

El desconocimiento del Estado en actividades bancarias era muy notorio, al otorgarse funciones y privilegios a los bancos en cada ley de autorización para operar. Estas leyes para la creación de un banco, además de establecer funciones propias de un banco comercial, también otorgaban funciones naturales de un banco central, tales como la emisión de su propio dinero, las operaciones bancarias del Estado con el exterior y la intermediación en las operaciones crediticias al Gobierno. Como las leyes de autorización se realizaban para cada entidad bancaria, *caso*

por caso, se dio lugar a abusos por parte de los interesados al elaborar ellos mismos sus estatutos y proyectos de leyes, beneficiándose con ventajas y privilegios. De esta manera, estas entidades bancarias llegaron hasta a eximirse del pago de los impuestos y de fijar tasas de interés moratorias del 2 % mensual, cuando el Estado se encontraba en atrasos para la integración del capital, en los casos de una entidad con capital mixto (Fernández, 1984).

La creación del Banco del Paraguay, en abril de 1870, fue el primer intento tendiente a la apertura de un banco. A pesar de los privilegios otorgados, la entidad financiera no pudo abrir sus puertas porque sus promotores carecían de capital (TABLA 2).

Tabla 2
Vida institucional de bancos en Paraguay - Primera década posterior a la Guerra del 70

Instituciones Bancarias	■ Apertura no se materializó ■ Apertura y operación										
	1870	1871	1872	1873	1874	1875	1876	1877	1878	1879	1880
Banco del Paraguay											
Banco Nacional del Paraguay											
Banco Nacional del Paraguay											
Asociación General del Comercio Pyo											
Banco de Emisión											
Banco Nacional del Paraguay											
Banco Anglo Paraguayo											
Banco del Paraguay											
Banco Cibils											
Banco Anglo Paraguayo											

Fuente: Rahi (1997).

En la década de 1870, pese a las intenciones del Estado de autorizar la apertura de bancos ofreciendo privilegios e incentivos fiscales por medio de leyes especiales, así como la facultad de emisión de billetes, estas entidades difícilmente pudieron abrir sus puertas y sostenerse en el tiempo. De una decena de autorizaciones, solo un banco pudo hacerlo, pero al poco tiempo se vio obligado a cerrarlas. La insuficiencia de capital, la carencia de un mercado doméstico dinámico, la escasa demanda de crédito y la inadecuada capacidad de gestión en las operaciones conspiraron para que la banca pudiera sentar sus raíces en el mercado nacional. Al decenio posterior a la Guerra de la Triple Alianza se le puede catalogar como el intento inicial e infructuoso de la creación de bancos en el Paraguay.

El entorno internacional desfavorable también incidió negativamente en la constitución de entidades bancarias. En 1873 se desata la primera crisis financiera mundial, conocida como la *Depresión Larga*, que duró hasta 1879. Esta crisis deflacionaria se debió al desplome de los precios internacionales de los *commodities* o bienes primarios en los mercados europeos y norteamericano, como resultado de la superproducción de alimentos. El impacto de la recesión influyó en Paraguay a través de sus efectos negativos en la economía argentina, de la que Paraguay era dependiente en el comercio y en la provisión de circulante.

En las décadas de 1880 y 1890 se verificó una mayor afluencia en la creación de entidades bancarias (TABLA 3), cuyos inversionistas veían como oportunidad las necesidades de financiación que surgían en las nuevas explotaciones de conglomerados privados. Entrando en la década de los 80, la economía paraguaya seguía carente de recursos financieros para reconstruir la nación. Ante la imposibilidad de recaudar impuestos y eliminadas las chances de obtener recursos internacionales debido a los fraudes de la deuda externa de los primeros gobiernos de 1870, la única posibilidad era por medio de la venta de grandes extensiones de tierras del Estado a inversionistas extranjeros, principalmente al capital angloargentino.

La política de ventas de tierras del Estado motivó la apertura de entidades bancarias y alentó las prácticas especulativas en el otorgamiento de crédito a especuladores interesados en la compra de tierras, los cuales, sin tener capacidad de pago, por medio de artificios contables, lograban un aval disfrazado para aparentar la garantía inmobiliaria. El frenesí crediticio causó una burbuja inmobiliaria que tendría su efecto dañino en el desarrollo de las entidades bancarias que empezaban a operar en Paraguay.

El desenfreno financiero motivó la aparición de una decena de entidades bancarias de capital privado, preferentemente angloargentino. Una de las principales entidades fue el Banco del Paraguay, que abrió sus puertas el 10 de mayo de 1882, coincidente con la crisis mundial que arreciaba y que arrastraba a la baja al comercio, la producción y el consumo local. Como era de suponer, la crisis afectó al banco, que, al verse impedido de colocar préstamos, al poco tiempo optó por suspender sus operaciones, el 19 de octubre de 1883. Ni año y medio alcanzó a durar.

En menos de dos años, la entidad se transformó en Banco Nacional del Paraguay, con la participación del Estado en un tercio del capital. Con el restablecimiento de la economía mundial, el comercio fue recuperándose, dando lugar a una expansión económica.

Ante la mayor expectativa de afluencia del peso argentino para hacer frente a las necesidades de pago de los inversores argentinos para compra de tierras fiscales, el 14 de julio de 1885, el Congreso Nacional reconoció al peso argentino, dándole curso legal para su uso en todo el territorio nacional. Dicha ley, una de las más breves de la historia legislativa paraguaya, definió el sistema monetario básico del Paraguay en dos artículos:

Artículo 1: A partir de la promulgación de esta ley, las monedas de oro y plata de la República de Argentina serán la moneda de curso legal en la República.

Artículo 2: Las piezas de oro de ocho gramos y 645 diez milésimos de peso (8,0645 gramos) y 900 milésimos de fino, valdrán cinco pesos fuertes y las fracciones, el valor relativo.

Sobre esa base, la unidad monetaria legal del Paraguay era equivalente a 1 dólar (0,9648 dólares). Sin embargo, en meses previos a la promulgación de la breve ley monetaria paraguaya, la Argentina había suspendido la convertibilidad y después de la crisis financiera y bancaria que sacudió ese país, la moneda argentina soportó una acelerada depreciación. Esas vicisitudes del dinero argentino modificaron de manera fundamental el funcionamiento del sistema monetario paraguayo (Triffin, 1946).

Al cesar –o, cuanto menos, disminuir– la llegada de recursos del exterior debido a la caída de las exportaciones y menor afluencia de ingresos de capital, se resintió la débil posición de las entidades bancarias que operaban en el mercado local, con un aumento en la cartera incobrable. Además, para 1890, el elevado nivel de emisión alcanzaba 2 millones de pesos, lo que significó una depreciación de dos tercios respecto al oro. Los menores ingresos provenientes de las ventas de propiedades del Estado, que comenzaron a declinar desde inicio de esa década, afectaron también la solidez fiscal que empezaba a arrojar números negativos considerables.

Tabla 3
Vida institucional de bancos en Paraguay - Periodo 1880 a 1900

Instituciones Bancarias	Año												
	1880	1881	1882	1883	1884	1885	1886	1887	1888	1889	1900	1901	
Banco Anglo Paraguayo	Apertura no se materializó												
Banco Nacional del Paraguay		Apertura no se materializó											
Banco del Paraguay			1	2									
Banco Nacional del Paraguay					1	2	3	4	5	6			
Banco de Comercio							1	2	3	4	5	6	
Banco Hipotecario								1	2	3	4	5	
Banco Territorial del Paraguay								1	2	3	4	5	
Banco Agrícola del Paraguay								1	2	3	4	5	Hasta 1947
Banco Constructor, Com. y Agric.								Apertura no se materializó					
Bco. del Paraguay y R. de la Plata										Apertura no se materializó			
Banco Nacional del Paraguay											1	2	
Banco Mercantil											1	2	Hasta 1930
Banco de Miellres											Apertura no se materializó		

Fuente: Rahi (1997).

Como consecuencia del entorno económico internacional desfavorable, así como el empeoramiento de la posición fiscal, la retracción del comercio, la inexperiencia en la gestión bancaria, la falta de una orientación y regulación financiera y de instrumentos de política monetaria y financiera, se produjo una crisis bancaria. En enero de 1890, el pánico se apoderó del público, que acudió a los bancos exigiendo la conversión de sus billetes, registrándose la primera corrida bancaria en el Paraguay. El Banco Nacional del Paraguay sufrió los embates de la corrida, y al rechazar la conversión de los billetes en plata, pidió asistencia al Estado para su salvación (Triffin, 1946). Varios bancos privados, con privilegio de emisión, entraron en quiebra por falta de credibilidad en el papel moneda y la inocuidad en el manejo de sus operaciones (Rivarola Paoli, 1982).

La crítica situación llevó a la creación, en 1890, del primer banco paraguayo, cuando fue adquirido por el Estado el Banco Nacional del Paraguay –prácticamente en bancarota– absorbiendo, al mismo tiempo, al Banco Agrícola, un banco oficial fundado en 1888, y también al Banco de Comercio. En mayo de 1892, el Banco Nacional del Paraguay fue liquidado, su duración fue de apenas diez años, dos como banco privado, seis con participación minoritaria del Estado y dos, bajo la propiedad del Estado.

En las últimas décadas del siglo XIX, a diferencia de la del 70, los bancos creados lograron mayor estabilidad, en el sentido de que la mayoría pudo mantener sus puertas abiertas, por un lapso promedio de unos cinco años, hasta que la crisis generó sus efectos dañinos.

En las primeras dos décadas del siglo XX, el auge exportador marcó la dinámica bancaria (TABLA 4). Lo característico de este periodo fue que el sector productivo exportador estaba prácticamente desconectado del turbulento y encrudecido escenario político, testigo de sucesivas revoluciones en 1904, en 1908, en 1911 y en 1922, además de los numerosos levantamientos y derrocamientos de gobiernos. La carne, el cuero crudo y curtido, la yerba y la madera y sus extractos representaban los renglones de exportación más dinámicos que surgían desde los principales conglomerados productivos de capital privado.

El auge productivo y comercial significó la apertura de nuevas entidades bancarias, varias de ellas pudiendo sostenerse por periodos más prolongados a los primeros intentos bancarios que los verificados en las décadas anteriores. De la docena de entidades que lograron licencia para operar, por medio de leyes especiales, solamente un puñado de ellas no pudo abrir sus puertas o mantuvo una corta duración.

Como telón de fondo del auge del sector cárnico y de la mayor presencia bancaria, estaba la Primera Guerra Mundial que significó una pronunciada valorización del precio del ganado. Este escenario mundial de gran demanda cárnica, que a su vez resultó en un gran endeudamiento por parte de inversores que ingresaban al negocio de la carne, buscando obtener grandes ganancias, daría un giro brusco

al culminar la guerra. En 1917, al término de la contienda, se verificó el cierre de los mercados cárnicos, tanto en los europeos como en el norteamericano, significando una precipitada e inesperada caída de los precios internacionales de la carne y una contracción de las exportaciones paraguayas de carne, situación que obligó a los deudores a declararse incapaces de cumplir con sus compromisos. Este escenario de impago arrastró a los bancos a una caída generalizada.

En la década de 1920 se observó que el predominio del conjunto de las entidades bancarias estuvo concentrado en cuatro entidades: Banco de la República del Paraguay, Banco de Londres y América del Sud, Banco Germánico de la América del Sud y el Banco Mercantil.

El Banco de la República era considerado uno de los principales del país, no solo por su elevado nivel de capitalización sino por su condición de banco mixto, entre el Estado y accionistas privados.¹ Entre sus funciones se destaca la potestad de emisión de billetes y monedas de baja denominación con la finalidad de reemplazar los billetes del Estado que se encontraban en circulación. Adicionalmente, el monto recaudado por un impuesto a la exportación de cueros, además una parte de las ganancias del banco, fueron utilizados como un fondo de conversión. Según Nickson (2017), la gestión corrupta del banco en transacciones especulativas, obligó al Estado a revocarle su privilegio de emisión de billetes en 1914; en respuesta de esta situación, el banco demandó al Estado y consiguió una compensación de 1.130.000 pesos oro.

Otros bancos predominantes fueron el Banco Mercantil y el Banco Agrícola del Paraguay. El primero de capital privado con sucursales en Concepción, Villarrica, Encarnación y Paraguarí (Monte Domecq, 1911). El Banco Agrícola fue de poca efectividad en su objetivo de promoción al crédito agrícola, centrando sus actividades en el sector comercial.²

1 El 30 de junio de 1908 se estableció como una empresa asociada entre el Estado y el Banco Francés del Río de la Plata en Buenos Aires.

2 El Banco Agrícola fue a la bancarrota en 1947 y sus funciones fueron absorbidas por el Banco Nacional de Fomento.

Tabla 4
Vida institucional de bancos en Paraguay - Periodo 1900-1929

■ Apertura no se materializó ■ Apertura y operación

Instituciones Bancarias	1900	1905	1908	1909	1913	1914	1916	1919	1925	1929
Banco de Crédito Comercial	1	5								
Banco Hipotecario del Paraguay		*								
Banco Paraguayo		*								
Banco de la República										Hasta 1930
Banco Hipotecario del Paraguay										
Banco Mobiliario y Territorial										
Banco de España										Hasta 1920
Banco Constructor del Paraguay										1930
Oficina de Cambios										**
Banco de Londres y América del Sud										Hasta 1985
Banco Germánico de la América del Sud										Hasta 1945
Banco del Hogar Argentino										Hasta 1948

* No existen datos del año de cierre de sus operaciones.

** En 1936 fue reemplazado por el Banco de la República del Paraguay.

Fuente: Elaboración propia.

Periodo embrionario del BCP

Como se ha observado, la presencia del Estado en el desarrollo del sistema bancario contaba con dos vertientes. Primero, la de crear entidades bancarias por medio de leyes especiales, que en algunos casos dotaba a los bancos de ciertas facultades propias de un Banco Central. En segundo lugar, el intento de participación estatal en el sistema bancario ya sea en forma directa o a través de la conformación de entidades bancarias de capital mixto, con participación privada y pública. El Banco Nacional del Paraguay es un ejemplo de esta figura dual de capital, donde el Estado mantendría una participación accionaria minoritaria del 25 %.

A partir de 1913, el Estado iniciaría una presencia en el sistema bancario a través de una tercera vía: la creación de la Oficina de Cambios, que tendría un rol estabilizador en las fluctuaciones del precio de la divisa, en aquel entonces, del peso argentino o peso oro sellado. A este periodo que comprende un lapso de 30 años, desde 1913 hasta 1943, se le puede considerar como el periodo embrionario del BCP.

La inestabilidad del mercado cambiario en 1913 requería de intervención por parte del Estado para dotar de mayor previsibilidad a la economía nacional. El proyecto de la Oficina de Cambios fue presentado en 1914, pero su concreción tardó dos años –Ley 182 del 28 de enero de 1916– dando así, por primera vez desde 1870, facultades al Estado para intervenir en el sistema monetario-bancario nacional. La Oficina de Cambios fue diseñada para contrapesar las rápidas fluctuaciones del tipo de cambio causadas por la especulación realizada por los bancos privados en complicidad con las casas comerciales (Nickson, 2017). La emisión monetaria se mantuvo sin alteración en 125 millones de pesos desde 1915 a 1922, lo que a su vez posibilitó poner freno a la escalada del tipo de cambio.

La Oficina de Cambios contaba con un capital de 10 millones de pesos de curso legal, monto insuficiente que limitaba su capacidad de intervención para comprar hasta el 20 % del ingreso de divisas en concepto de exportación de cuatro rubros: cuero, yerba mate, tanino y tabaco (Rahi, 1997). Ante la crisis bancaria que se desató como resultado de la conclusión de la Primera Guerra Mundial y, ante el riesgo de una corrida generalizada, el Gobierno autorizó a la Oficina de Cambios, aunque no contaba con suficientes fondos, a rescatar al Banco de España. Pese al auxilio financiero, el banco no pudo revertir su situación y se vio obligado a cerrar sus puertas.

Para hacer frente a la limitación monetaria, el Gobierno dictó la Ley 550 el 23 de octubre de 1923, que autorizaba a la Oficina de Cambios a emitir todo el papel moneda necesario para la compra de divisas ofertada en el mercado. La masa monetaria aumentó en 136 %, de 125 millones de pesos a 295 millones de pesos.

Por medio de esta operativa, que implicaba la potestad de emitir pesos para la adquisición de divisas, se logró acumular y crear una importante reserva de divisas en la Oficina de Cambios. La acumulación de estos fondos resultaría gravitante, en un futuro cercano, para enfrentar los costos de la guerra ante Bolivia y, de ese modo, minimizar la necesidad de incrementar el endeudamiento externo para solventar los gastos de la contienda bélica. La adopción de esta medida posibilitó, en cierto sentido, contener las emisiones inconvertibles que eventualmente llevaron a la escalada de los precios.

La Gran Depresión de 1930 tuvo un efecto negativo en el sistema bancario paraguayo, pues fueron varias las entidades que se vieron obligadas a cerrar sus puertas como consecuencia de la contracción económica. El Banco Mercantil, el Banco Constructor del Paraguay, así como el Banco de la República fueron a la bancarrota a inicios de 1930 como efecto de la gran depresión mundial. En esta década, el Bank of London and South América (más adelante, Lloyds Bank) mantuvo un predominio prácticamente monopolístico en la banca comercial y en lo que respecta al financiamiento del comercio internacional.

Para hacer frente a los desafíos domésticos que imponía el contexto internacional, en 1930, por medio de la Ley 1170, fueron ampliadas las facultades de la Oficina de Cambios, otorgándole funciones de banco comercial. En 1933, estas funciones se ampliaron, adicionando aquellas propias de un banco central, tales como el redescuento de letras de los bancos, la emisión de papel moneda para efectuar el redescuento y ejercer las funciones de agente financiero del Gobierno. Así, la Oficina de Cambios se transformó en una entidad bancaria híbrida, al realizar actividades propias de un banco central y de un banco comercial.

Bajo la modalidad de mayor flexibilidad que destrababa las limitaciones originarias de la Oficina de Cambios, se pudo mantener invariable el tipo de cambio del peso paraguayo respecto al peso oro argentino en 42,6 y respecto al dólar norteamericano en 18,7, durante un largo periodo comprendido desde 1923 hasta 1931, un año previo a la Guerra del Chaco.

A diferencia de los sucesos posteriores a la contienda del 70, después de la Guerra del Chaco se optó por restablecer la estabilidad cambiaria y dotar de un nuevo marco institucional, con la creación del Banco de la República del Paraguay, establecido por Decreto Ley 11 del 22 de febrero de 1936, que absorbía el patrimonio de la Oficina de Cambios y tenía la función de emitir los billetes nacionales. El Banco de la República del Paraguay tendría entre sus funciones, también la de controlar la oferta de dinero y el tipo de cambio.

En esa misma fecha, por Decreto Ley 13, se estableció el monopolio de las divisas, en el sentido de que el 100 % de las divisas provenientes de las exportaciones debían ingresar al Banco de la República del Paraguay. En su artículo 1.º declaraba “terminantemente prohibida toda actividad de compra y venta de divisas extranjeras por personas particulares o empresas que no tengan permiso del gobierno”.

La medida cambiaria exigía al Banco de la República del Paraguay comprar todo el ingreso de divisas provenientes de las exportaciones para revenderlo a quienes realizaran importaciones “necesarias para el país”. Dicho decreto ley le otorgó, también, facultades de agente financiero del gobierno y la potestad para dictar disposiciones de regulación en el mercado cambiario. Adicionalmente a las funciones propias de un banco central, el decreto ley le otorgó atribuciones comerciales, dotándole de instrumentos financieros tales como depósitos de cuenta corriente, plazo fijo y de ahorros.

Al mismo tiempo, la circulación de billetes argentinos, que complementaba a los billetes paraguayos, fue abolida, con lo que llegó a su fin el sistema dual de circulación monetaria que se había instaurado a inicios de 1880. Así, desde esta obligatoriedad, el uso de la moneda nacional fue exclusivo para todas las transacciones domésticas.³

3 La Constitución de 1940, con una orientación nacionalista, establece en su artículo 15º que “El Estado regulará la vida económica nacional. Solo él tiene la facultad de hacer acuñaciones o emisiones de monedas...”.

En 1941 se concretó la apertura en Paraguay de una sucursal del Banco do Brasil S.A., convirtiéndose en el primer banco de capital brasilero que ingresó al país⁴. Transcurrido un año, se consumó la apertura de la sucursal del Banco de la Nación Argentina. Con la llegada de estos dos bancos de la región, sumaban cuatro los entes extranjeros, aunque al poco tiempo, al término de la Segunda Guerra Mundial, el Gobierno Nacional cerró y se hizo cargo del Banco Germánico (Rahi, 1997).

Primera reforma monetaria y bancaria

A principios de la década de los 40, en un escenario de mayor estabilidad pero de alta ineficiencia monetaria y financiera, el Gobierno Nacional, asesorado por una misión monetaria y bancaria de Estados Unidos⁵, comenzó la anhelada reforma monetaria, que por medio del Decreto Ley 655 del 5 de octubre de 1943, daría nacimiento al guaraní, signo monetario de curso legal en el territorio del Paraguay que se mantiene hasta ahora.

El referido decreto ley consagró el monopolio de la emisión monetaria a cargo del Banco de la República del Paraguay. La reforma estableció un nuevo sistema no carente de originalidad, pues el guaraní comenzó a gravitar en función de las monedas que tenían mayor peso en la balanza de pagos, tales como el dólar y la libra esterlina. Este patrón no duró mucho tiempo, pues fue reemplazado por el patrón oro, cuando Paraguay se adhirió a los acuerdos de Bretton Woods.

El 8 de septiembre de 1944, prácticamente a un año de haberse creado el guaraní, por Decreto Ley 5130 se fundó el Banco del Paraguay en reemplazo del Banco de la República del Paraguay. Apartándose de los esquemas monetarios tradicionales de la época, el Banco del Paraguay se dividió en tres departamentos independientes que le permitirían realizar funciones de banco central, banco comercial y banco hipotecario y de ahorro. Bajo un mismo techo, pero en departamentos independientes, el Banco del Paraguay debía realizar la función dual de la política monetaria y la de un banco comercial con la provisión de créditos a los sectores productivos del país.⁶

4 La visita realizada por Getulio Vargas al Paraguay en 1940, sirvió para concretar la apertura del Banco do Brasil y de una línea de préstamo para obras de infraestructura.

5 El renombrado economista Robert Triffin lideró un equipo de la Federal Reserve System de los Estados Unidos que ayudó al gobierno de Higinio Morínigo a establecer el Banco del Paraguay y crear la nueva moneda nacional, el guaraní.

6 Tras la bancarrota del Banco Agrícola en 1947, el Banco de la República del Paraguay asumió la función de promotor del sector agrícola.

Adicionalmente, la norma introdujo el instrumento del encaje legal y otorgó al banco la potestad de emitir bonos, como instrumento monetario para el control del circulante. También fue innovador el marco legal, al dotar al banco la capacidad de financiar al Tesoro Nacional, estableciendo límites en cuanto a montos y plazos. La creación de la Superintendencia de Bancos (SIB) fue de vital importancia para lograr un mejor funcionamiento de los mismos.

En este marco de reformas, por Decreto Ley 5286 del 27 de septiembre de 1944, se estableció el primer régimen bancario. Este régimen era una antigua necesidad pública, porque el ahorrista y el acreedor no estaban amparados por una ley especial. Hasta ese entonces, el ámbito de operaciones de los bancos estaba establecido en leyes especiales y no se disponía de un ente que velara por la estabilidad bancaria por medio de la regulación y la supervisión. En efecto, la Constitución de 1940 establecía en su artículo 79, inciso III “Autorizar la contratación de empréstitos y legislar sobre el sistema bancario”. Ante la inexistencia de un marco normativo especial, los bancos particulares se regían por las disposiciones del Código de Comercio y, supletoriamente, por el Código Civil (Maldonado, 1952).

El nuevo régimen contenía 59 artículos distribuidos en 10 capítulos. En su artículo 2.º establecía que la “aplicación y administración del régimen legal de los bancos estará a cargo de la Superintendencia de Bancos bajo la dirección general de la Junta Monetaria del Banco del Paraguay. Las resoluciones e interpretaciones que en la esfera de sus facultades adopte el Superintendente de Bancos, serán obligatorias y apelables ante la Junta Monetaria”. Se estableció un capital integrado y reservas del 20 % del activo total de cada entidad, pudiendo elevarla hasta un 30 % y reducirla hasta el 15 %, pero en ningún caso inferior a G 200.000. El nuevo marco legal restringía a los bancos la participación en forma directa o indirecta en cualquier empresa comercial, agrícola, industrial o de otra clase.

A partir de la promulgación de esta ley, la apertura de los bancos ya no dependía de la autorización que emanaba de una ley especial o de un decreto por parte del Poder Ejecutivo de la Nación, sino de una resolución del Banco del Paraguay, una vez que el solicitante hubiese cumplido todos los requisitos establecidos en la misma ley.

Segunda reforma monetaria y bancaria

La Revolución del 47 marcó el inicio de un periodo de convulsión en el ámbito social, político y de desprolijidad en el escenario económico. A pesar de este ámbito inestable, y para satisfacer las peticiones sindicales, en mayo de 1950 el Gobierno autorizó un aumento del salario mínimo en 40 %, luego en 50 % y otro

nuevo aumento en 80 %, en julio de 1952. El aumento de la masa monetaria también respondía a créditos blandos otorgados al sector empresarial. El incremento ascendente del medio circulante resultaba de la posición presupuestaria negativa y persistente, así como al saldo desfavorable de la balanza de pagos.

Para contener los precios, el Gobierno dictó el Decreto Ley 9710/50 de Defensa de la Economía Nacional, que exigía a los comercios congelar los precios y el racionamiento de los productos, lo cual resultó imposible, debido a la incapacidad institucional para realizar dichos controles. Como resultado, los precios siguieron su camino ascendente. En tanto el tipo de cambio trepó de un precio de 9 guaraníes por dólar registrado en 1950, a 50 guaraníes por dólar en 1951.

Como resultado de tanta desprolijidad, la inflación de 1951 fue del 40 % y del 124 % en 1952.⁷ La situación financiera estaba tan comprometida que el Gobierno tuvo que declarar moratoria en el pago de sus deudas (Lewis, 1980).

En marzo de dicho año, en una atmósfera de inestabilidad económica y en medio de la escalada de precios, se emprendió la segunda reforma bancaria, que consistió esencialmente en separar las funciones monetarias de las crediticias del Banco del Paraguay. De este modo, el Banco del Paraguay quedó convertido en un banco comercial, al extraérsele el Departamento Monetario, función ésta que quedaría a cargo del Banco Central del Paraguay (BCP). Así, el Gobierno nacional transformó el sistema bancario y monetario por medio de tres Decretos Leyes, dictados en una misma fecha, 25 de marzo de 1952: el Decreto Ley 18, que crea el Banco Central del Paraguay; el Decreto Ley 19, que transforma el Banco del Paraguay otorgándole funciones de banca comercial, suprimiendo el Departamento Monetario y el Decreto Ley 20, que modifica la ley de Bancos y deroga el Decreto Ley 5286, que instituyó el segundo régimen bancario del país.

Los bancos creados durante este periodo estaban facultados a realizar operaciones cambiarias y otorgar préstamos comerciales, ganaderos y para exportaciones. No obstante, como práctica común en el Paraguay, estas entidades orientaban sus préstamos principalmente al sector comercial, predominantemente de corto plazo (Fernández, 1986, pág. 136). En la década de los 50, de modo complementario, el Banco del Paraguay, a través de su Departamento Agropecuario, era la institución bancaria que otorgaba mayor porcentaje de préstamos para la agricultura.

El BCP fue creado en un entorno económico muy desfavorable, con una aguda inflación que se extendió de 1951 a 1954, con un aumento desmesurado de los precios internos y la desvalorización del guaraní. Lamentablemente, la nueva institución monetaria fue utilizada para proseguir la expansión monetaria con la intención de aplacar las necesidades políticas y satisfacer los intereses de sectores sociales y empresariales, lo que siguió avivando la inflación.

7 La inflación del año 1952 del 124 % es la más elevada de que se tiene registro en Paraguay. A diferencia de otros países de la región, esta alza no fue persistente, sino más bien propicio a un proceso de estabilización.

Para hacer frente al desfasaje monetario y contener la inflación, el presidente del BCP Gustavo Storm apeló en 1955 al Fondo Monetario Internacional (FMI) para un préstamo de emergencia. El organismo internacional, además de conceder al país la línea crediticia, envió una comisión de técnicos para elaborar un plan de ajuste financiero.

El Plan de Estabilización de 1956, que posibilitó la normalización monetaria del país, fue el cimiento fundamental para el crecimiento experimentado en la década de los 60 y, principalmente, en la de los 70.

Dicho plan tenía por objetivo contener la inflación, dinamizar el comercio y fortalecer la economía en general. Se debía empezar por frenar el alza de precios, a cuyo efecto, se establecieron varias medidas. Primero se buscó contener el crecimiento excesivo del dinero por medio del incremento del encaje legal, que actúa como una retención a los bancos y, por consecuencia, se convierte en dique ante la expansión del crédito. Como segunda medida monetaria contractiva, se eliminó la política de subsidios a ciertos sectores económicos y se cortaron las preferencias a la importación y exportación, acciones que amarraron la expansión del circulante. La tercera acción para cerrar el grifo monetario, fue el establecimiento legal de un tope máximo de aumento anual del salario mínimo en 10 %.

El Plan de Estabilización también tenía injerencias en la política cambiaria. Se reemplazó el sistema de cambios múltiples, en vigor, por el de mercado único de cambio, dejando a cargo de los bancos comerciales todas las operaciones que antes monopolizaba el Banco del Paraguay. De este modo, por un periodo de cinco años, el mercado cambiario permaneció libre. No obstante, desde 1960 hasta 1982, el guaraní se mantuvo fijo a un tipo de cambio oficial comprador (para exportadores) de G/USD 123,5 y vendedor (para importadores) de G/USD 126. La estabilidad monetaria y la paridad cambiaria eran los elementos económicos fundamentales que sustentaban la estabilidad macroeconómica del Paraguay.

Dentro de un escenario de mayor estabilidad macroeconómica, en 1958 ingresa el Citibank al mercado bancario local, banco norteamericano de elevada consideración y presencia a nivel mundial, que motivaría el ingreso de otras entidades bancarias de capital extranjero en el país.

En la década de los 60 fueron varios los bancos extranjeros que abrieron sus puertas, en un marco de mayor estabilidad monetaria y auge económico. En 1961 ingresaron al mercado bancario paraguayo, el Banco Exterior S.A. de capital español y el Banco Sudameris Paraguay S.A. de capital francés. El segundo banco de capital español fue el Banco de Asunción (1964). Otros bancos de capital foráneo fueron Banco Holandés Unido (1965) y Bank of América N.T & S.A. (1968).

La década de los 60 también vio el nacimiento de un banco del Estado que marcaría una gran relevancia en el mercado bancario nacional. Por Decreto Ley 281 del 14 de marzo de 1961, se creaba el Banco Nacional de Fomento (BNF),

con el objeto principal del “desarrollo intensivo de la economía, para cuyo efecto promoverá y financiará programas generales y proyectos específicos de fomento de la agricultura, la ganadería, la silvicultura, la industria y el comercio de materias y productos originarios del país”. Para alcanzar dichos fines, el banco estaba estructurado en tres departamentos: el de Desarrollo, el Comercial y de Ahorro y el Departamento Agropecuario.⁸

Tercera reforma monetaria y bancaria

El dinamismo económico experimentado desde inicios de la década de los 70 requería de mayor versatilidad legal del sistema financiero, en cuanto a la ampliación de los instrumentos financieros y al tipo de instituciones financieras. Bajo este contexto, el Gobierno nacional realizó la tercera reforma bancaria, derogando el Decreto Ley 20 del 25 de marzo de 1952, reemplazado por la Ley 417 Ley General de Bancos y de Otras Entidades Financieras del 13 de noviembre de 1973. La tercera reforma bancaria surge en un ambiente de estabilidad financiera caracterizada por la ausencia de perturbaciones tales como corridas bancarias, quiebres de entidades y de una dinámica económica sin precedentes en la historia del Paraguay.

Este escenario de auge económico y estabilidad financiera requería de una modificación del marco legal bancario, para dar cabida a otro tipo de instituciones financieras no bancarias, como así también la ampliación de las actividades bancarias ya existentes (Fernández, 1986). Las nuevas instituciones bancarias y no bancarias creadas fueron: Bancos Comerciales, Bancos Hipotecarios, Bancos de Inversión, Banco de Fomento, Banco de Ahorro y Préstamo para la Vivienda, y Financieras.

La Ley 417/73 exigía a los bancos comerciales, a mantener un capital integrado y reservas de capital, equivalentes por lo menos a un 20 % de su activo total, con exclusión del encaje. El marco legal definía como entidades sometida a la fiscalización de la Superintendencia de Bancos, además de los bancos y financieras, a las cooperativas de ahorro y crédito, a las empresas de seguros, reaseguros, a las empresas de ahorro y capitalización, al Crédito Agrícola de Habilidadación y a las Sociedades de Ahorro y Préstamo para la Vivienda.

Otro elemento característico de la Ley 417 era la restricción que imponía a la remisión de utilidades. Las remesas de utilidades al exterior, provenientes de inversiones extranjeras, se limitaban para los bancos comerciales y entidades financieras, al 30 % y para los bancos de inversión, de fomento e hipotecarios, 60 %. Los bancos debían reinvertir las utilidades que superaban estos porcentajes.

⁸ Para inicios de la década de los 80, el banco contaba con 46 sucursales y agencias en el interior del país.

Si bien la adecuación del marco legal del sistema financiero, el auge económico se agotó a inicios de 1980 y Paraguay ingresó en la *década perdida* de los ochenta. En efecto, la década dorada de los 70 culminó a principios de los 80, con crecimientos negativos del PIB del -1,4 % y -3 % en 1981 y 1982, respectivamente. Este escenario recesivo obligó al Gobierno nacional a adoptar una política contracíclica muy pronunciada y prolongada, que llevó hacia fines de dicha década a una crisis de balanza de pagos, caracterizada por el default de la deuda externa, la abrupta reducción de las reservas internacionales y el quiebre del sistema de tipo de cambio fijo.

A principios de 1990, se inició un periodo de apertura económica y política. El proceso de liberalización requería de un nuevo ordenamiento en la conducción de la política monetaria, crediticia y cambiaria, pues la adopción de estos regímenes estaba dentro de las atribuciones del Congreso, con lo cual el BCP carecía de autonomía de acuerdo a lo establecido por la Carta Magna de 1967.

La Constitución de 1992 establece una Banca Central del Estado, en carácter de organismo técnico, otorgándole “la exclusividad de la emisión monetaria, y conforme con los objetivos de la política económica del Gobierno Nacional, participa con los demás organismos técnicos del Estado, en la formulación de las políticas monetaria, crediticia y cambiaria, siendo responsable de su ejecución y desarrollo, y preservando la estabilidad monetaria”.

En este nuevo escenario de apertura, se implementan medidas tendientes a liberalizar el mercado financiero, con lo cual se desregulan las tasas de interés activa y pasiva de los bancos, se flexibiliza el tipo de cambio, se permite a las entidades financieras a operar en moneda extranjera, se liberan los fondos previsionales que históricamente habían sido depositados en el BCP, se relaja el permiso para la apertura de entidades financieras, se reduce el nivel de encaje legal y se elimina el redescuento.

Uno de los efectos más visibles de las medidas liberales implementadas desde inicios de 1990, fue la laxitud para el ingreso de instituciones financieras en el sistema, que hizo que prácticamente se duplicara el número de bancos y financieras (TABLA 5).

Tabla 5
Número de bancos y financieras - Periodo 1988-1995

Entidad	dic-88	ene-95	Diferencia
Bancos	26	34	8
Financieras	28	63	35
Total	54	97	43

Fuente: BCP - Superintendencia de Bancos.

Las nuevas políticas económicas más liberales fueron ejecutadas sin la suficiente capacidad técnica institucional del organismo supervisor y regulador del sistema bancario. Luego de un fuerte crecimiento en el número de entidades financieras, sobrevino un alto incremento en la colocación crediticia, que alcanzó un nivel promedio anual del 43 % en el periodo 1991-1994, lo que eventualmente conllevó al aumento de la incobrabilidad. El auge crediticio, basado en la mala –y en algunos casos fraudulenta– gestión de los bancos y la inadecuada supervisión de los mismos, resultó en una serie de crisis financieras que se inició en 1995, se hizo sentir nuevamente en 1997 y 1998, y se reiteró a principios del 2000.

Entre los factores que propiciaron la crisis financiera de mediados de los 90 se resaltan: i) la rápida liberalización financiera, ii) los laxos requerimientos para la apertura de instituciones financieras, iii) el auge del crédito y las malas prácticas bancarias tales como la concentración de préstamos a empresas vinculadas sin el apropiado análisis de crédito, iv) un sistema de información inadecuado, v) la ausencia de normas prudenciales, vi) sistemas de control y supervisión inapropiados y vii) la carencia de un fondo de garantía de depósitos.

No menos importante que los factores domésticos fue el deteriorado entorno financiero internacional a raíz de la crisis financiera mexicana conocida como el *Efecto tequila*, que se inició entre fines 1994 y principios de 1995, y se propagó por toda América Latina con fuerte salida de capitales y depreciaciones aceleradas de las monedas domésticas. Posteriormente, la crisis financiera asiática de 1997, que se inició como una crisis regional, terminó convirtiéndose en la primera crisis financiera global. Tras la crisis asiática, los inversionistas internacionales se tornaron más reacios a prestar dinero a países en desarrollo, lo que llevó a ralentizaciones económicas en los países sudamericanos, que a su vez produjo un efecto negativo indirecto en la economía paraguaya.

A mediados del año 1995, se registró una crisis bancaria con el colapso de cuatro entidades (Banco General, Bancosur, Mercantil y Bancopar) y financieras con captaciones en torno a casi el 10 % del total de depósitos del sistema (Nickson, 2017). Al margen de los factores que propiciaron la crisis, conviene destacar que la de 1995 fue la primera a gran escala que registró el sistema financiero paraguayo en la era democrática. La falta de instrumentos para mitigar su propagación y duración conllevó a que otras tres entidades bancarias (Banco Oriental, Banco de Inversiones del Paraguay y Banco Unión) colapsaran en 1997.

Tras la crisis fue intervenido más del 50 % de todos los bancos y financieras del sistema y prácticamente todas las entidades intervenidas tuvieron que ser liquidadas (Insrán Pelozo, 2000). El costo estimado de lo acumulado de esta crisis llegó al 13 % del PIB en 1998.

En total colapsaron 38 empresas financieras: 11 bancos, 20 financieras, 3 entidades de ahorro y préstamo y 4 casas de cambio. Un total de 200.000 depositantes fueron afectados por el colapso de los bancos (Nickson, 2017). Pese a la magni-

tud en términos del costo del rescate de las instituciones financieras, el sistema financiero en su conjunto no se vio paralizado, pues los depósitos migraron de los bancos nacionales hacia los extranjeros y de las captaciones en moneda nacional a moneda extranjera, lo cual resultó en un aumento progresivo del nivel de dolarización de los depósitos, que alcanzó niveles del 60 % a inicios del 2000.

Cuarta reforma monetaria y bancaria

Las crisis generalmente anteceden a las reformas legales. El proceso de fortalecimiento del marco legal del sistema financiero y monetario se inició en 1995 con la promulgación de la Ley 489/95 Orgánica del Banco Central del Paraguay y la Ley 861/96 General de Bancos, Financieras y Otras Entidades de Crédito.

La reforma le dotó al BCP de cierta independencia y flexibilidad en la conducción monetaria, situación que ha permitido, a lo largo de los años, contener la inflación y llevarla a niveles de un dígito. Adicionalmente, se impuso restricción al financiamiento del déficit fiscal con emisión monetaria, con límites en cuanto a monto y plazo. El artículo 58.º de la carta orgánica establece: “el Banco Central del Paraguay podrá conceder al Gobierno adelanto de corto plazo de los recursos tributarios presupuestados por el año respectivo para financiar el gasto público presupuestado. El monto total de estos adelantos no podrá exceder el 10 % de los ingresos presupuestados para ese ejercicio”. No obstante, la misma ley establece una excepción a dicho límite en la eventualidad de una emergencia nacional, en cuyo caso podrá exceder el límite mediante decreto fundado del Poder Ejecutivo y previo acuerdo de la Cámara de Senadores.

Además de crear el incentivo para la cordura fiscal, el BCP debe promover la eficiencia y estabilidad del sistema financiero, pues está facultado a “actuar como banco de bancos, facilitando las transacciones entre los intermediarios, custodiando sus reservas líquidas y realizando las funciones de prestamista de última instancia”, según el artículo 4.º de dicha ley.

En lo que respecta a la Ley 861/96, esta facultó a la SIB a establecer un capital mínimo a bancos y financieras, el que sería actualizado anualmente conforme a la variación anual del índice de precios del consumidor (IPC). Adicionalmente, permitió a la SIB exigir a las entidades del sistema que sus balances fuesen auditados por auditores externos y recomendar la intervención de aquellos bancos con deficiencia de capital o que no cumplan con las regulaciones prudenciales. Asimismo, esta ley incorporó las recomendaciones del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en materia de riesgos crediticios y de capital y creó la Central de Riesgos.

Pese a los nuevos marcos legales que establecían las nuevas funciones del BCP y de la SIB, que introducían parámetros más exigentes en cuanto al nivel mínimo de capital exigido y de provisionamiento necesario, el sistema volvió a experimentar crisis bancarias en 1997 y 2002.

En 2002 Paraguay sufrió una fuerte caída en su actividad económica. La retracción fue provocada, en parte, por una crisis financiera regional, agravada por una mala cosecha y la debilidad de las políticas económicas nacionales, caracterizada por la persistencia del déficit fiscal y el sobreendeudamiento externo. Todos estos factores se sumaban y retroalimentaban con la crisis bancaria más severa que experimentó el país con una fuerte contracción crediticia. El tercer mayor banco del país, el Banco Alemán, se derrumbó⁹, lo que provocó la fuga de depósitos en el sistema bancario local y una consecuente retracción crediticia del -25 % en el 2003.¹⁰ En tanto, el tipo de cambio G / USD escaló de 4.100 a 7.600 (46% de depreciación del guaraní). Si bien el número de entidades no se contrajo como en la anterior crisis de mediados de los noventa, el nivel de créditos declinó notablemente en relación al PIB, desde un nivel del 18 % en el 2002 al 11,5 % en el 2003. La contracción crediticia verificada en dicho año no repercutió en la captación de depósitos, que crecieron en torno al 9 %.

Para garantizar la estabilidad y restaurar la confianza interna y de los mercados internacionales, el 23 de diciembre de 2003, el Gobierno firmó el Acuerdo de Stand-By con el FMI. Se trataba del segundo acuerdo que suscribía el Gobierno del Paraguay con el organismo internacional. El plan de acción acordado se orientó a sanear la posición fiscal por medio de la contención de los gastos, la política de reducción de la evasión tributaria y la reforma del sistema impositivo. Además, el programa hacía hincapié en el fortalecimiento de la gestión de las empresas públicas y la reforma de la banca pública.

En diciembre de ese mismo año, se creó el Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) y se estableció el esquema de resolución de entidades financieras.¹¹ La creación del FGD fue una de las reformas financieras más importantes e impactantes de ese entonces, al propiciar un mayor grado de estabilidad en el sistema financiero, pues el riesgo de las corridas bancarias tiende a desvanecerse una vez que

9 La caída del banco se debió a la crisis financiera regional y, principalmente, a las operaciones relacionadas del Grupo Velox, que mantenía manejos irregulares, que ocasionó la descapitalización de sus entidades en los países de la región. En la Argentina era propietario del Banco Velox y la cadena de supermercados Disco, mientras en el Uruguay, del Banco Montevideo, el BM Fondos de Inversión y la firma Indumex. Además, tenían otras empresas como el Trade & Commerce Bank en las Islas Caimán, Finanbrás y Banlatín en el Brasil, Banlatín y Supermercados Santa Isabel en Chile e Inversiones Velox y Santa Isabel en el Perú.

10 En mayo de 2003 colapsó Multibanco con 32.000 depositantes.

11 Los depósitos sujetos a protección estarán cubiertos hasta 75 salarios mínimos mensuales, cuyos fondos estarán constituidos por aportes regulares del 0,12 % sobre saldos promedios del trimestre anterior de depósitos y un aporte del Estado de USD 50 millones. Se establece que el esquema de aportes proseguirá de forma regular hasta equiparar el 10 % del total de depósitos.

los depositantes disponen de un seguro o resguardo institucional ante la eventual pérdida de sus ahorros.

El programa del FMI permitió al Paraguay el restablecimiento a muy corto plazo de la cordura macroeconómica, y se ingresó a un periodo de solidez monetaria, de equilibrio fiscal y recomposición bancaria. El tipo de cambio, que había trepado a 7.000 guaraníes por dólar a fines del 2002, comenzó a acomodarse en torno a 6.100 guaraníes por dólar en el segundo semestre del 2003. Gradualmente, el retorno a la normalidad macroeconómica comenzaba a servir de base para que el sector productivo pudiera recomponerse y también iniciara un proceso de inversión productiva para satisfacer las crecientes necesidades de la economía global, preferentemente en los rubros de alimentos.

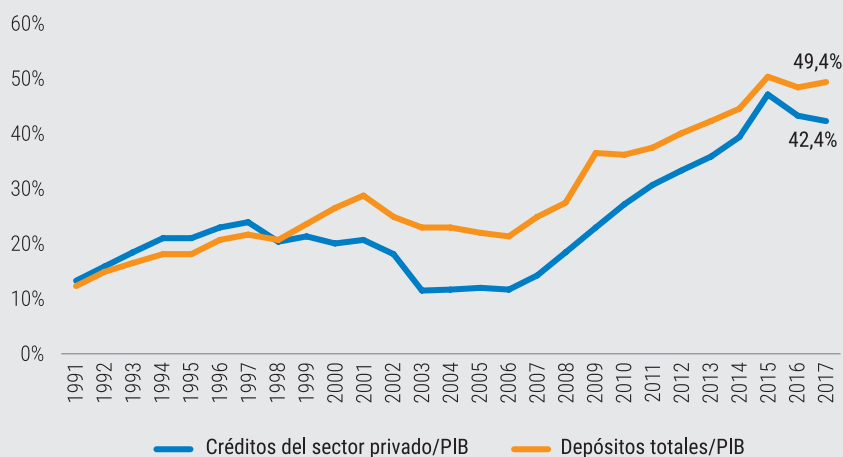
Las medidas económicas implementadas restauraron rápidamente la confianza del sector empresarial y activaron los motores económicos, en el momento en que las condiciones internacionales se tornaban favorables. Datos del Fondo Monetario Internacional (2017) señalan que en el periodo 2004-2007 la economía mundial se expandía a niveles históricamente inauditos del 5,3 % promedio anual, motivada por el auge exportador de China, cuya economía crecía al ritmo del 12 % promedio. La predominancia del país asiático como nación manufacturera y principal consumidor de insumos básicos, generó un *shock* positivo en las demandas de bienes primarios de ese país, tanto minerales como agrícolas, situación que llevó a un aumento sustantivo de los precios internacionales de los *commodities*, hasta situarse en niveles históricos.

En 2015, el ciclo positivo de los precios de materias primas registró una caída significativa en torno al 40 %. El sistema bancario fue capaz de afrontar este bajón por encontrarse con niveles de solvencia muy elevados y por mantener la cartera diversificada. La resiliencia de la economía con un marco estable a través de una política económica consistente, y la consecuente expansión a tasas de crecimiento en torno a su nivel natural también fue otro factor clave para que el sistema financiero paraguayo pudiera resistir tan abrupto *shock*.

Desde el 2004 al 2017 el sistema bancario nacional prácticamente no experimentó *shock* adverso alguno o inestabilidad financiera, y a partir de 2007 se verificó un avance muy notable en su evolución. La bancarización, medida en términos tanto de depósitos como de créditos bancarios respecto al PIB, fue declinando transitoriamente a partir de la crisis del 2002 hasta el 2006. Desde entonces, los depósitos de la banca han venido creciendo sostenidamente, alcanzando un nivel de bancarización del 49 %, mientras que el nivel de crédito respecto al PIB aumentó desde un piso de 11 %, en el 2003, hasta un nivel de 42 % en el 2017 (GRÁFICO 1).

Gráfico 1

Evolución de los depósitos y créditos bancarios respecto al PIB



Fuente: BCP - Superintendencia de Bancos.

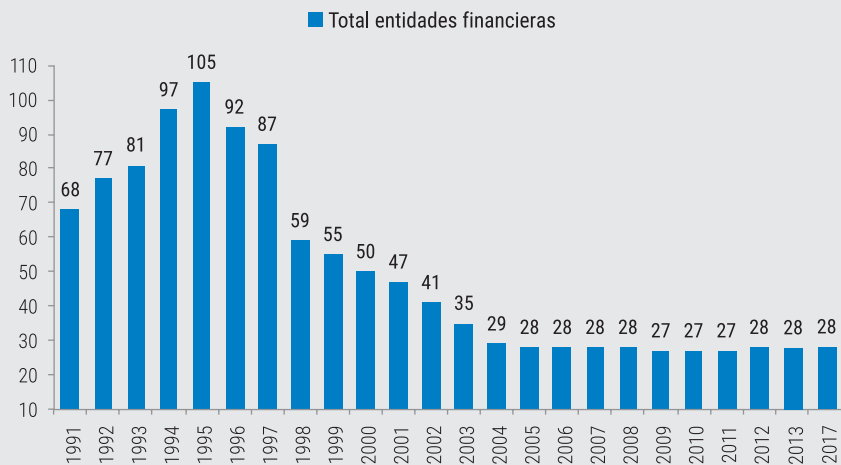
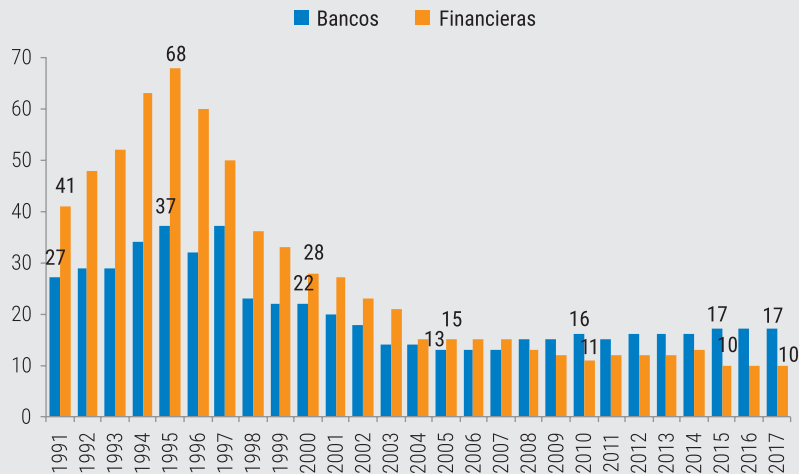
Como se señaló, el avance de la bancarización en Paraguay ocurre en un ambiente de mayor estabilidad financiera y monetaria, pues en los últimos catorce años –en el periodo 2003 al 2017– no se ha verificado ningún tipo de perturbación financiera que pueda poner en riesgo al sistema y la inflación se ha mantenido en niveles moderadamente estables y bajos.

La mayor profundización financiera surge a pesar de que el número de entidades bancarias y financieras ha decrecido en la última década. De un total de más de 100 bancos y financieras verificadas en 1995, actualmente existen 27 entidades financieras que operan en el mercado (GRÁFICO 2).

La profundización financiera también se dio en términos de plazo. Debido a que, en Paraguay, el mercado de capitales se encuentra poco desarrollado, una de las limitantes del sistema financiero nacional es el otorgamiento de créditos a largo plazo. Para suplir esta ineficiencia, el 27 de julio de 2005, se promulgó la Ley 2640 que crea la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD), entidad bancaria pública de segundo piso encargada de canalizar recursos de largo plazo por medio de las entidades bancarias, financieras y cooperativas. La creación de esta institución fue una pieza clave para posibilitar la bancarización de largo plazo en el Paraguay.

La mayor estabilidad monetaria y el funcionamiento eficiente del sistema financiero se han convertido en factores fundamentales para que la economía pueda adquirir un mayor dinamismo en un contexto de alta demanda internacional de los alimentos que produce el país.

Gráfico 2
Número de entidades reguladas por el BCP



Fuente: BCP - Superintendencia de Bancos.

Quinta reforma bancaria

El 25 de noviembre de 2014, el BCP inició el proceso para la modificación de la Ley de Bancos comprendiendo que el ente regulador precisa tener a su alcance suficientes herramientas para contrarrestar la posibilidad de que ocurra una crisis

y así preservar la estabilidad financiera y garantizar la profundización financiera, factores vitales para consolidar un crecimiento económico sostenido.

La Ley 5787 De modernización y fortalecimiento de las normas que regulan el funcionamiento del sistema financiero paraguayo, aprobada en diciembre de 2016, modificatoria de la Ley 861/96 General de Bancos, Financieras y Otras Entidades de Crédito, permitió al BCP adaptarse a la dinámica del negocio financiero y a sus riesgos, avanzando en el desarrollo de normas regulatorias, de manera a consolidar el proceso de supervisión basada en riesgos y adherirse así a los estándares internacionales y mejores prácticas que gobiernan la industria bancaria globalmente concebida.

Esta reforma, a diferencia de la emprendida a mediados de la década de los 90, se realizó en un marco de estabilidad del sistema bancario local y dinamismo de la economía nacional, pues el propósito era afianzar la solidez de las entidades bancarias y de las empresas financieras para seguir acompañando y promoviendo la dinámica económica.

La ley otorgó al Banco Central del Paraguay mayor flexibilidad en cuanto a las definiciones de límites operacionales y ponderación de activos y contingentes, facultando al Directorio del BCP a fijar ciertos parámetros en un contexto razonable y predecible para las entidades supervisadas.

Con la nueva ley, el Banco Central obtuvo mayor capacidad para emitir regulaciones prudenciales y las herramientas legales para establecer requerimientos de capital adicional, conforme al perfil de riesgo de las entidades financieras, y contemplar la determinación de los riesgos (crédito, mercado y operacionales) y de sus ponderaciones, dentro de rangos establecidos legalmente. Asimismo, otorgó a las autoridades las herramientas para resolver las solicitudes de apertura de entidades y el ingreso de accionistas al sistema financiero, de acuerdo con las mejores prácticas en la materia.

Es importante destacar que la modificación respondió al firme convencimiento de que la aplicación de los Principios Básicos de Supervisión Bancaria Efectiva es indispensable para migrar finalmente hacia una supervisión basada en riesgos, que es un sistema idóneo para una supervisión eficiente y para afianzar la imagen que busca proyectar el Paraguay como una economía seria y con intenciones de consolidarse en los mercados globales.

Con un marco legal adecuado, el mercado financiero nacional podrá continuar consolidándose a pasos mas firmes como dinamizador de la economía y se tornará mas atractivo para nuevas inversiones nacionales y extranjeras. Además, posibilitarán mayor integridad de los depósitos del público, con una mayor transparencia en la operativa del sistema.

Los beneficios de esta reforma son previsible y se traducen en mayores oportunidades laborales para la población con la consecuente reducción de los niveles de desempleo y los indicadores de pobreza, tan reclamados para el bien de la economía y de la sociedad paraguaya.

Referencias bibliográficas

- Cantero, J. (2015). *Paraguay, Atrociudad, Atasco, Auge y la Reinención*. Asunción.
- Fernández, P. (1984). *Análisis de la Historia Bancaria y Monetaria del Paraguay - Tomo II*. Asunción: Ediciones Epopeya del Chaco.
- Fernández, P. (1986). *Análisis de la Historia Bancaria y Monetaria del Paraguay - Tomo I - Segunda Edición*. Asunción: Eleve SRL.
- Fondo Monetario Internacional (Octubre de 2017). *Perspectivas de la economía mundial*. Obtenido de <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/02/weodata/index.aspx>
- Insrán Pelozo, A. (2000). *El Sector Financiero Paraguayo. Evaluando 10 Años de Transición*. Banco Central del Paraguay. Universidad Católica Nuestra Señora de la Asunción.
- Lewis, P. (1980). *Paraguay Under Stroessner*. Chapel Hill: University of North Carolina Press.
- Maldonado, S. (1952). *El Paraguay. Aspecto político. Recursos humanos. Recursos económicos. Hechos e ideas*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Monte Domecq, R. (1911). *La República del Paraguay en su Primer Centenario, 1811-1911*. Buenos Aires: Compañía sud-americana de billetes de banco.
- Nickson, A. (2017). *Diccionario Histórico de Paraguay*. Asunción: Editora Intercontinental.
- Rahi, A. (1997). *La moneda y los bancos en el Paraguay*. Asunción: Ediciones Comuneros.
- Rivarola Paoli, J. (1982). *Historia monetaria del Paraguay: monedas, bancos, crédito público*. Asunción: Impr. El Gráfico.
- Triffin, R. (1946). *Monetary and Banking Reform in Paraguay*. Board of Governors of the Federal Reserve System.

Entidades bancarias que operan desde 1990, con sus respectivos años de fundación

Entidad bancaria	Año de fundación	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018		
Banco Nacional de Fomento	1961																															
Banco de la Nación Argentina	1942																															
Banco GNB Paraguay S.A. ¹	1920																															
Banco do Brasil S.A.	1941																															
Citibank N.A.	1958																															
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Paraguay S.A. ²	1961																															
Sudameris Bank S.A.E.C.A.	1961																															
Banco de Asunción S.A.	1964																															
Banco Finamérica S.A.	1988																															
Banco ABN AMRO Paraguay S.A. ³	1965																															
Banco Alemán Paraguayo S.A.	1989																															
Banco Real del Paraguay S.A. ⁴	1974																															
Banco Nacional de Trabajadores	1975																															
Banco del Estado de San Pablo S.A. (BANESPA)	1977																															
Banco Unión S.A.	1978																															
Banco Itáú Paraguay S.A. ⁵	1978																															
Banco General S.A.	1987																															
Banco Corporación S.A.	1987																															
Banco Continental S.A.E.C.A.	1980																															
Banco del Paraná S.A.	1980																															

Entidad bancaria	Año de fundación	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Banco Comercial Paraguayo S.A. (BANCOPAR)	1981																													
Banco de Desarrollo S.A.	1971																													
Bancosur S.A. ⁶	1985																													
Banco de Inversiones del Paraguay S.A. (BIPSA)	1984																													
Banco Paraguayo Oriental S.A.I.F.E.C.A.	1988																													
Banco Busaif S.A. de Inversión y Fomento	1990																													
Banco Regional S.A.E.C.A.	1991																													
ING Bank N.V.	1992																													
Banco BASA S.A. ⁷	1992																													
Banco Mercantil S.A.	1994																													
Corfán Banco S.A.	1994																													
Banco Integración S.A. ⁸	1994																													
Bancoplus S.A.I.F.	1994																													
Ita Bank de Inversión y Fomento S.A.	1994																													
Multibanco S.A.E.C.A.	1995																													
Chinatrust Commercial Bank	1995																													
Banco de la República Oriental del Uruguay	1995																													
Visión Banco S.A.E.C.A. ⁹	2008																													
Banco Itapúa S.A.E.C.A. ¹⁰	2008																													
Banco Familiar S.A.E.C.A. ¹¹	2009																													
Banco Atlas S.A. ¹²	2010																													

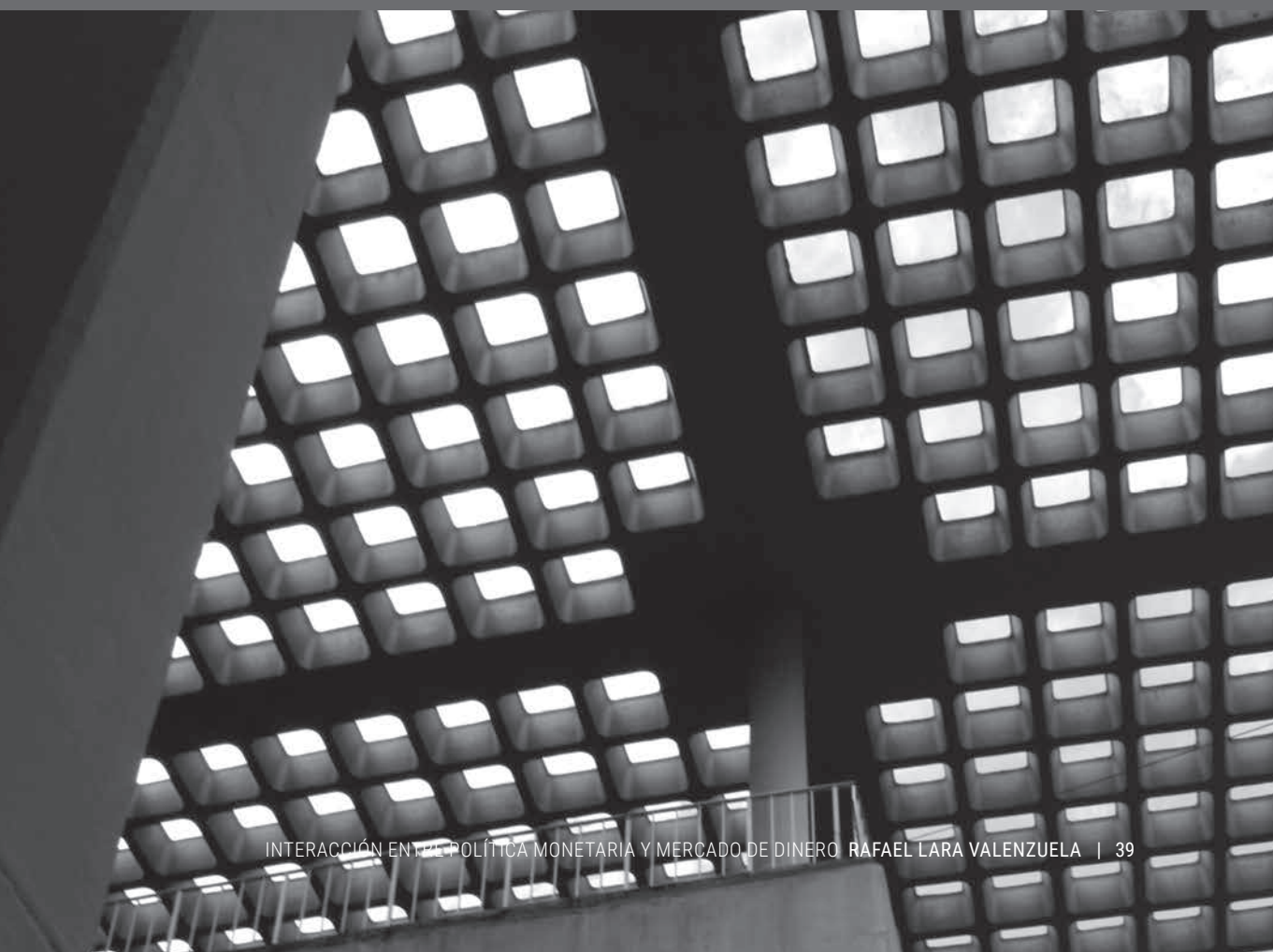
Entidad bancaria	Año de fundación	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Banco para la Comercialización y Producción S.A. (Bancop S.A.)	2012																													
Grupo Internacional de Finanzas S.A.E.C.A. (Interfisa Banco) ¹³	2015																													

- 1 Fue inicialmente constituido como Banco de Londres y América del Sur, luego fue adquirido por el Lloyds TSB Bank PLC en 1995 y posteriormente pasó a denominarse HSBC Bank Paraguay S.A. en 2006. A partir del 2013 opera como Banco GNB Paraguay S.A.
- 2 Fue inicialmente constituido como Banco Exterior S.A. A partir del año 2000 opera como Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Paraguay S.A. (BBVA)
- 3 Fue inicialmente constituido como Banco Holandés Unido. Luego, en 1995 fue absorbido por el Banco ABN AMRO Paraguay S.A. En el año 2009 fue adquirido (fusión por absorción) por el Banco Regional S.A.
- 4 Fue inicialmente constituido como Banco Real del Paraguay S.A. En 1998 fue fusionado con el Banco ABN AMRO Paraguay S.A.
- 5 Fue inicialmente constituido como Interbanco S.A. En 2010 cambió de denominación a Banco Itaú Paraguay S.A.
- 6 Fue inicialmente constituido como Bank of Credit and Commerce (BCC) hasta el año 1992.
- 7 Fue inicialmente constituido como Banco Amambay S.A. En enero 2018 cambió de denominación a Banco BASA S.A.
- 8 En 2011 fue absorbido por Banco Atlas S.A.
- 9 Fue inicialmente constituido como empresa financiera en 1992. Realizó su conversión a banco en el año 2008.
- 10 Inició sus operaciones como una Sociedad de Ahorro y Préstamo para la Vivienda en 1975. Realizó su conversión a banco en el año 2008.
- 11 Inició sus operaciones como casa de crédito (1967) y posteriormente, en 1992 convirtió en empresa financiera. Realizó su conversión a banco en el año 2009.
- 12 Inició sus operaciones como empresa financiera en 1990. Realizó su conversión a banco en el año 2010.
- 13 Inició sus operaciones como empresa financiera en 1979. Realizó su conversión a banco en el año 2015.

Interacción entre política monetaria y mercado de dinero

Rafael Lara Valenzuela

El autor agradece a Felipe González Soley, Willian Andrés Bejarano Villalba, María De La Paz Cabrera Saguier, Belén Mendieta, Matías González y Patricia Paredes por la valiosa contribución para la elaboración de este capítulo.



Introducción

En economías pequeñas y abiertas, los cambios en la política monetaria son el resultado de choques domésticos y externos, que constituyen riesgos para el cumplimiento de los objetivos del Banco Central. La autoridad monetaria responde a estos choques ajustando su instrumento de política, usualmente la tasa de interés de corto plazo, la cual afecta a la economía a través de diversos mecanismos de transmisión hasta influenciar las variables objetivo de la política monetaria.

Loayza & Schmidt-Hebel (2002) sugieren que, para analizar la política monetaria, es conveniente separar dos elementos: las decisiones del Banco Central y los mecanismos de transmisión a través de los cuales estas decisiones impactan en las variables macroeconómicas. Por un lado, la regla de política del Banco Central responde a cambios en la inflación y otras variables macroeconómicas que puedan poner en riesgo los objetivos de la política monetaria. Por el otro lado, se vuelve necesario evaluar la efectividad, en términos de cumplimiento de objetivos dado el estado de la economía, y su grado óptimo, es decir, el que maximiza el bienestar social.

Para asegurar dicho cumplimiento, es necesario implementar estrategias para que las decisiones del Banco Central se reflejen en las tasas de interés de mercado. La autoridad monetaria, para tal fin, actúa en el mercado de dinero realizando operaciones que garanticen un nivel de liquidez en el sistema financiero que se ajuste a sus objetivos.

El propósito de este capítulo es analizar, en cuatro secciones, la relación existente entre la política monetaria y el mercado de dinero. En la primera sección, se describen los aspectos estructurales que afectan los mecanismos de transmisión de la política monetaria. En la segunda sección, se identifican los elementos que caracterizan al mercado de dinero, con énfasis en los componentes del balance del Banco Central, los instrumentos que utiliza en sus operaciones y las proyecciones de liquidez que se realizan para determinar el monto y tipo de operaciones que debe realizar. En la tercera sección, se presentan los métodos utilizados para proyectar los componentes más relevantes del balance del Banco Central y su proyección de liquidez en un horizonte de mediano-largo plazo, la cual depende de los fundamentos de la economía. En la última sección, se presentan las conclusiones del capítulo.

Política monetaria

Aspectos estructurales que afectan los mecanismos de transmisión

Las economías reaccionan de manera distinta ante cambios en la política monetaria. Existen factores que caracterizan a cada economía y que determinan la efectividad de los mecanismos de transmisión (Loayza & Schmidt-Hebel, 2002). Se sugiere analizar estas características en dos etapas. En la primera, la tasa de política monetaria afecta a los mercados de activos y precios. Esto se encuentra determinado por el grado de desarrollo financiero, la apertura al comercio internacional y los mercados de capitales. En la segunda etapa, los efectos que los cambios en las tasas y precios de mercado puedan tener en el gasto de la economía dependen de la solvencia y liquidez de las empresas y los hogares, las cuales determinan el acceso a los mercados financieros.

La profundización y estructura del sistema financiero está determinada por los actores que componen al sistema, que pueden ser de naturaleza pública o privada, y por la variedad de productos financieros que se ofrecen. En la medida que el sistema financiero se encuentre más diversificado en términos de oferentes y productos, los cambios en las tasas de mercado responderán más rápido y estarán estrechamente ligados a cambios en las decisiones de política monetaria. En contraste, en un sistema financiero con una cantidad relativamente baja de actores con poder monopólico y una oferta de servicios financieros limitada, las tasas y los precios del sistema estarán determinados por estos pocos actores, independientemente de las acciones que realice la autoridad monetaria.

Las decisiones de consumo e inversión de las empresas y de los hogares reaccionan en mayor medida a cambios en los precios y en las tasas de mercado cuando estos no enfrentan restricciones financieras, sino que pueden ajustar su gasto, tanto entre distintos periodos de tiempo como entre bienes y servicios. Por ejemplo, en épocas de recesión, si los hogares pueden acceder al mercado financiero, su nivel de consumo no debería verificar fluctuaciones significativas ya que pueden mantenerlo relativamente estable, y el costo de hacerlo es la tasa de interés. Si el Banco Central redujera la tasa de interés en una recesión, los hogares enfrentarían un costo de fondeo más bajo y su consumo no sería afectado, como sí lo sería, en cambio, si tuvieran restricciones de acceso al mercado financiero. En este último caso, el consumo sería más inestable y cualquier cambio en el instrumento del Banco Central no incidiría en las decisiones de consumo.

Asimismo, el tamaño y el grado de apertura de la economía afectan al canal de transmisión del tipo de cambio y a la capacidad del Banco Central de determinar las tasas de interés domésticas. En las economías pequeñas y abiertas, el efecto de las variaciones del tipo de cambio en la inflación (o efecto traspaso del tipo de

cambio a la inflación) es un elemento particularmente relevante para el análisis de las decisiones de política monetaria.

La efectividad del mecanismo de transmisión bajo el esquema de metas de inflación está estrechamente relacionada con el manejo de la liquidez del sistema financiero por parte del Banco Central, que toma decisiones sobre el nivel de la tasa de política monetaria y las implementa mediante los instrumentos de política monetaria con que cuenta. Estos instrumentos tienen efectos en la liquidez del sistema, lo que finalmente modifica las tasas de interés interbancarias (por exceso o escasez de liquidez), las cuales el Banco Central intenta alinear a la tasa de política monetaria.

A continuación, se analiza el balance del Banco Central y la proyección de liquidez que realiza para la implementación de la política monetaria.

Balance del Banco Central y el mercado de dinero

La proyección de liquidez¹ del sistema financiero busca predecir el comportamiento de los principales componentes del balance general del banco central con el objetivo de evitar efectos no deseados, tanto en la estabilidad monetaria como en la financiera, que puedan dificultar la implementación de la política monetaria. Se podría afirmar que el manejo y el pronóstico de la liquidez constituyen funciones clave para el cumplimiento de los objetivos fundamentales del Banco Central del Paraguay (BCP), los cuales son: preservar y velar por la estabilidad del valor de la moneda y promover la eficacia y estabilidad del sistema financiero. Ambos objetivos permiten mantener una inflación baja y reducir los posibles riesgos que pudieran surgir por la volatilidad de precios de los activos.

La proyección de liquidez se define como el proceso de centralización de la información de todas aquellas transacciones financieras relevantes, que pudieran afectar las cuentas componentes del balance general del Banco Central, a fin de determinar las futuras posiciones de liquidez del mercado sin la intervención de dicha institución. Así, utilizando la información mencionada, tanto los componentes principales de la demanda de liquidez como los componentes autónomos² de la oferta de liquidez, derivados del balance general del Banco Central, son estimados. La brecha resultante de la diferencia entre la demanda de liquidez y los

1 La liquidez se define como las reservas de las entidades financieras componentes del sistema financiero mantenidas en el Banco Central.

2 Los componentes autónomos de la oferta de liquidez se definen como todos aquellos factores que en el corto plazo no pueden ser controlados por el Banco Central.

componentes autónomos de la oferta de liquidez representará la intervención del Banco Central en el sistema financiero a través de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA)(TABLA 1).

Para una mejor comprensión acerca de la manera en que la tasa de política monetaria, determinada por el Banco Central, afecta las tasas de mercado, específicamente a través del canal de la tasa de interés, es necesario realizar un análisis del mercado de dinero. En este mercado, se determina la Tasa de Interés Interbancaria (TIB³), tasa a la cual los bancos se prestan dinero.⁴ Al igual que en el mercado de bienes, el precio de equilibrio del mercado de dinero (que en este caso es la tasa interbancaria) se determina conforme a la oferta y la demanda.

Tabla 1

Balance general estilizado del Banco Central

ACTIVOS*	PASIVOS**
Activos Externos Netos (RIN)	Billetes y monedas en circulación (M0)
OMA (préstamos a bancos, FLIR, etc.)	Saldos del Gobierno
Otros ítems	OMA (ADL, LRM, FPD, etc.)
	Reservas libres de los bancos (Cta. Cte.)
	Reservas requeridas (Encaje legal)

* Facilidad de Liquidez de Corto Plazo con Reporto de Títulos Valores Públicos (FLIR).

** Administración de Liquidez de Corto Plazo u Operación de Sintonía Fina (ADL), Letras de Regulación Monetaria (LRM), Facilidad Permanente de Depósito (FPD).

Fuente: Elaboración propia.

En general, las OMA se utilizan para realizar ajustes marginales en el mercado y las FPD se utilizan como válvulas de escape para corregir desequilibrios al final de las operaciones del día. Además, estas últimas son utilizadas para fijar el rango de fluctuación que se espera mantenga la tasa de interés interbancaria.

|| Demanda de liquidez

La demanda de liquidez, o demanda de reservas, se define como la sumatoria de las reservas requeridas y el exceso de reservas de las entidades bancarias en el Banco Central. Esta depende de los requerimientos de liquidez establecidos por el

3 Para el caso de Paraguay, la TIB se calcula como el resultado de un promedio ponderado de las operaciones de préstamos interbancarios de corto plazo, que van de 1 hasta 5 días para las operaciones de Repo Interbancario (REPO), Ventanilla de Liquidez Interbancaria o Repo Tripartito (VLI) y Operaciones de Call Money Market (CMM).

4 Esta tasa interbancaria es el objetivo operativo que el Banco Central busca se alinee con la TPM.

Banco Central, el diseño y la eficiencia de los sistemas de pagos, el grado de desarrollo del mercado de dinero interbancario y las expectativas del sector financiero sobre el manejo de liquidez de la autoridad monetaria.

Reservas requeridas

En Paraguay, se utiliza la metodología de reservas requeridas promedio, las cuales se definen como el promedio mensual de reservas que los bancos privados deben mantener en el Banco Central, pudiendo utilizar diariamente hasta el 10% de las reservas requeridas, toda vez que, en promedio, en el mes mantengan lo exigido por la autoridad monetaria.

Inicialmente, estas reservas requeridas fueron utilizadas como instrumentos prudenciales con el fin de asegurar que los bancos contaran con la liquidez suficiente ante una eventual corrida bancaria. Aunque las reservas requeridas han sido utilizadas durante muchos años, su utilidad ha cambiado con el transcurso del tiempo, ya que algunos bancos centrales han abandonado este sistema o bien han reducido el nivel del coeficiente requerido hasta cero (Navarro Azorín, 2002).

Como se mencionó, este instrumento era utilizado para proveer estabilidad (liquidez) al sistema disminuyendo la probabilidad de que los bancos experimenten problemas de liquidez por la extracción de dinero de los depositantes. Esto fue perdiendo importancia con la aparición de las cámaras compensadoras y con el compromiso de los bancos centrales de proveer liquidez a través de préstamos de última instancia.

Actualmente, las reservas requeridas son un instrumento muy útil para los bancos centrales, debido a que alteran la sensibilidad de la tasa de interés a la demanda de liquidez de los bancos, facilitando el ajuste en el mercado de dinero ante *shocks* de liquidez y reduciendo la volatilidad de la TIB. Dicho de otro modo, si la demanda de liquidez fluctúa y esta no es acompañada con la correspondiente oferta de liquidez, el desequilibrio resultante se verá reflejado en variaciones de las tasas de interés del mercado.

En Paraguay, dado que las reservas requeridas son un promedio mensual⁵ estas reservas pueden ser positivas en ciertos días y negativas en otros a lo largo del mes, siempre y cuando cumplan con el promedio mensual obligatorio. Este mecanismo, si bien brinda mayor flexibilidad a los bancos, puesto que les permite utilizar sus reservas ante choques temporales de oferta de liquidez, provoca mayores fluctuaciones en la demanda de liquidez. El Banco Central no conoce con exactitud, por tanto, el nivel diario de reservas requeridas mantenido por cada banco, por lo que no se puede distinguir la fuente de las variaciones de las reservas, ya que estas

5 Ver Resolución 13 Acta 8 del 29 de enero de 2015, Resolución 14 Acta 8 del 29 de enero de 2015 y Resolución 15 Acta 8 del 29 de enero de 2015.

pueden ser variaciones de las reservas requeridas o variaciones en el exceso de reservas.

La demanda de liquidez también se ve afectada por la penalización que enfrentan los bancos comerciales al mantener un nivel de reservas por debajo del límite establecido por el Banco Central. Mientras más altas sean las penalizaciones, será menos probable que el sistema financiero se desvíe del promedio establecido, lo que resultaría en una demanda de liquidez estable e incluso predecible.

En la actualidad, los requisitos de reservas son vistos como un instrumento útil de la política monetaria pero no esencial, pues la mayoría de los países implementan su política monetaria buscando influir en el nivel de la tasa de interés de corto plazo. Estas juegan un rol secundario, por lo que su principal función es proveer una demanda de reservas estable que facilite la influencia del Banco Central en la tasa de interés de corto plazo.

Exceso de reservas

El exceso de reservas o reservas voluntarias, se define como toda variación por encima del nivel requerido de las reservas. Estas reservas pueden variar por motivos de precaución o transacción y la magnitud de estas dependerá de la incertidumbre de las operaciones del Banco Central, de la especulación cambiaria y de la confianza en el sistema de pagos y tesorería del banco comercial.

Este exceso de reservas también se conoce como *saldos operativos*, que son los saldos mantenidos por los bancos para hacer frente a sus requerimientos de liquidez operativa. La demanda surge de la necesidad de las instituciones financieras de hacer pagos, por lo que, aun sin reservas requeridas, el sistema bancario mantendrá saldos en el Banco Central para liquidar y saldar sus transacciones. El exceso de reservas depende de aspectos institucionales del sistema de pagos, como también de las penalidades que la autoridad monetaria cargue a los bancos por sobregirar sus cuentas de reservas.

En general, mientras más altas sean las penalidades y mayor sea el riesgo y la incertidumbre acerca de los flujos de pagos, mayor será el nivel de saldos de reservas que los bancos estarían dispuestos a mantener, debido a que la gestión de liquidez se realiza por entidad y no en forma consolidada a nivel del sistema financiero.

Para las entidades financieras, mantener saldos operativos en el Banco Central conlleva un costo alto debido a que los mismos no generan ningún interés. Finalizar el día con saldo positivo significaría incurrir en un costo de oportunidad equivalente a la tasa de interés *overnight*,⁶ es decir, lo que perdería por prestar esa cantidad de dinero a otra entidad financiera. Las principales razones por las que

⁶ La tasa de interés *overnight* es la tasa pagada por los bancos cuando se prestan dinero entre ellos.

un banco estaría dispuesto a mantener un saldo positivo son: por precaución ante el riesgo de tener que incurrir en costos que sobrepasen la tasa de interés de mercado y por la imposibilidad de satisfacer obligaciones con su saldo depositado en el Banco Central.

El saldo que se acumule para ese efecto depende en gran medida de las características del sistema de pagos y de los arreglos institucionales para las compensaciones realizadas entre las cuentas de los bancos. En general, el sistema de pagos provee un periodo de intercambio de préstamos entre los participantes después de conocer sus posiciones, por lo que la necesidad de saldos por motivos de precaución es reducida sustancialmente, o es nula en algunas ocasiones, alentando así las negociaciones interbancarias del exceso o falta de liquidez a tasas de mercado.

Con estas características particulares mencionadas, la demanda por saldos operativos podría ser descrita como insensible a la tasa de interés *overnight*. Por ejemplo, reducciones en esta tasa de interés apenas alentarían a los bancos comerciales a aumentar su demanda por saldos operativos. Por otro lado, la demanda de dinero podría ser también inestable, especialmente a nivel agregado, si los bancos fallan en la gestión de sus posiciones y si existen posibilidades de suavizar la redistribución de las reservas del sistema (como la posibilidad de mantener saldos de reservas promedio durante el periodo de mantenimiento). Una demanda por saldos operativos muy inelástica requiere una activa gestión diaria de la oferta de liquidez por parte del Banco Central, si se desean evitar excesivas fluctuaciones de la tasa de interés *overnight*.

A partir de lo mencionado, se encuentra que la demanda por reservas está inversamente relacionada con la tasa de interés por dos razones. En primer lugar, cuanto mayor sea la tasa de interés, los depositantes tienen mayores incentivos a trasladar sus fondos depositados desde cuentas a la vista a otras de mayores plazos y rendimientos, las que generalmente no están sujetas a reservas o que al menos están sujetas a una menor proporción de las mismas; de esta manera, se reduce la demanda por reservas para satisfacer los requisitos mínimos. En segundo lugar, la demanda por exceso de reservas también está inversamente relacionada a las tasas de interés, ya que como las reservas en el Banco Central no pagan intereses, las instituciones deben evaluar el costo de mantener saldos ociosos contra los costos de penalidades impuestas por el Banco Central debido a déficits en las reservas.

|| Oferta de liquidez

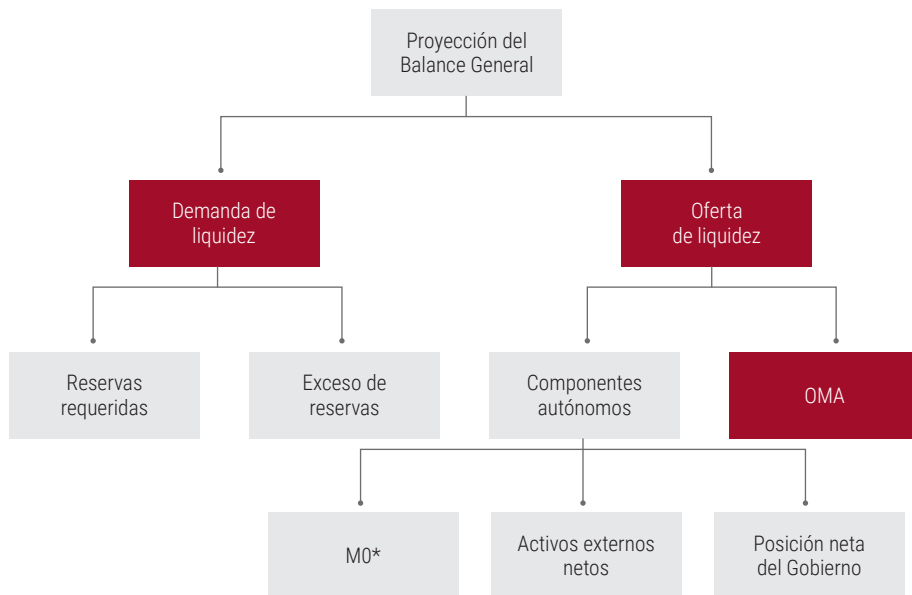
La tarea del Banco Central es regular la oferta de reservas bancarias a fin de conseguir el objetivo de que la TIB se mantenga en torno al nivel de la tasa de política monetaria. Esto implica, primeramente, ajustar la posición de liquidez del sistema manteniendo en equilibrio la oferta y demanda. De igual forma, significa que se debe fortalecer cualquier influencia que los ajustes de liquidez tendrían so-

bre la tasa de interés, a través de una política de comunicación estratégica con los participantes del mercado, conocida como *mecanismo de señal*.

El Banco Central regula la oferta de liquidez a través de las OMA, por lo que la administración de liquidez conlleva la tarea de equilibrar, en la medida necesaria, la oferta cuando existen desfasajes provenientes de las fuentes autónomas de reservas. Las cuatro principales fuentes autónomas de creación de liquidez son:

- i. el incremento de los activos externos netos, como resultado de operaciones de compra en el mercado de divisas por parte del Banco Central,
- ii. la variación de la posición neta del gobierno,
- iii. la disminución de los billetes y monedas en circulación, y
- iv. el incremento de otros ítems netos (GRÁFICO 1).

Gráfico 1
Proyección de liquidez



Fuente: Elaboración propia.
* Billetes y monedas en circulación

Desde una perspectiva *ex post*, la suma de la liquidez neta creada a través de canales autónomos y de las operaciones de mercado abierto, representa el aumento neto de las reservas bancarias. Desde un punto de vista *ex ante*, la diferencia entre la creación autónoma de reservas y el monto de demanda de reservas es el saldo que el Banco Central debe satisfacer.

Entonces, si la oferta efectiva de reservas está por debajo de la demanda, existe un déficit neto de liquidez, lo que implica que el Banco Central debe inyectar liquidez. En caso contrario, al existir un superávit de liquidez neta, el Banco Central debe contraer la liquidez del mercado. Esta liquidez puede ser ajustada a través de las denominadas *transacciones directas o discrecionales*, es decir compraventa en el mercado de activos financieros (bonos o divisas), o a través de *facilidades permanentes*, es decir, en las ventanillas de préstamos o de depósitos.

La estimación de estos componentes autónomos dependen, esencialmente de los aspectos institucionales y regulatorios de la economía, siendo, generalmente la posición neta del Gobierno la más difícil de proyectar.

Billetes y monedas en circulación (M0)

El M0 se define como la sumatoria de todos los billetes y monedas mantenidos fuera del Banco Central. Un incremento en la demanda de billetes y monedas en circulación reduce, de esta forma, la oferta de liquidez, mientras que una reducción de los mismos crea el efecto contrario.

Generalmente existe una estrecha relación entre el gasto público y el M0, debido a que el pago de salarios se incluye dentro del gasto público. Dependerá de las preferencias de los funcionarios el retiro inmediato de la totalidad de sus salarios en el día del cobro o a lo largo del mes para estimar el impacto del pago de salarios en el M0. Se debe tener en cuenta también el grado de dolarización de la economía, puesto que la demanda de la moneda nacional no será la misma en países con alta o baja dolarización.

En el corto plazo, este componente autónomo se ve influido por factores estacionales como los días de pago de salarios, los fines de semana o las vacaciones. En cambio, en el largo plazo, los determinantes de la demanda del M0 incluyen al PIB o consumo privado y las tasas de interés, la inflación y el tipo de cambio.

Activos externos netos (reservas internacionales netas)

En el corto plazo, se pueden estimar las variaciones de los activos externos netos si se dispone de la información acerca de la liquidación de transacciones en moneda extranjera con anticipación. De esta forma, fluctuaciones indeseadas en la oferta de liquidez podrían ser compensadas.

Para las proyecciones de corto plazo, cambios diarios en los activos externos netos, resultantes de los flujos de capitales, son más importantes. Sin embargo, para proyecciones de más largo plazo es útil calendarizar los flujos de pagos estimados y considerar los periodos estacionales. Adicionalmente, si existen fuertes presiones cambiarias, el pronóstico se torna aún más difícil.

Posición neta del Gobierno

A la hora de proyectar la oferta de liquidez, es de vital importancia la capacidad del Gobierno de planificar y esquematizar una estimación de sus flujos de pagos y reportarlos al Banco Central en forma periódica. Una buena planificación de los gastos del Gobierno podría, además, facilitar el proceso de subastas públicas de bonos e incluso reducir los costos totales de la deuda pública. Como resultado, buenas proyecciones de los gastos del Gobierno facilitarían la tarea de manejo y control de liquidez del Banco Central, limitarían la volatilidad de los mercados financieros y, finalmente, contribuirían al logro de los objetivos macroeconómicos de política monetaria.

De igual manera, generalmente resulta más fácil pronosticar los gastos que los ingresos del Gobierno, ya que los primeros dependen de decisiones oficiales y los últimos, de las ganancias corporativas, el consumo de ciertos productos y las decisiones de gasto de las personas, entre otros factores. El Gobierno, al mantener sus depósitos tanto en el Banco Central como en los bancos privados, hace que la proyección de su posición se torne más difícil.

Este proceso de proyección de los componentes del balance general del Banco Central permite, inicialmente, que los participantes del mercado sean capaces de distinguir cambios en la política monetaria de choques temporales que sufre el mercado, así como también que el Banco Central sea capaz de decidir la magnitud de liquidez que debe inyectar o retirar del sistema de acuerdo con las distintas necesidades del mercado.

Es importante aclarar que el Banco Central no estima una trayectoria de crecimiento de la liquidez, sino que se limita a prever los posibles requerimientos de la demanda de liquidez del mercado. Por esta razón, pudiera ser más sencillo proyectar la liquidez de países con déficit estructurales de liquidez, dado que sus entidades financieras tienen incentivos para mantener un nivel de reservas óptimo.⁷ Sin embargo, en los países con excedente estructural de liquidez, las entidades financieras actúan de forma más lenta ante dichos incentivos, tornándose más difícil determinar el nivel de reservas óptimo que éstas deben mantener. El mercado financiero paraguayo se caracteriza por poseer un excedente estructural de

⁷ Definido como aquel que cubra mínimamente sus obligaciones con el menor costo de mantenimiento posible.

liquidez, proveniente de los salvatajes que el BCP realizó a mediados de la década de los 90, cuando estalló la crisis financiera.

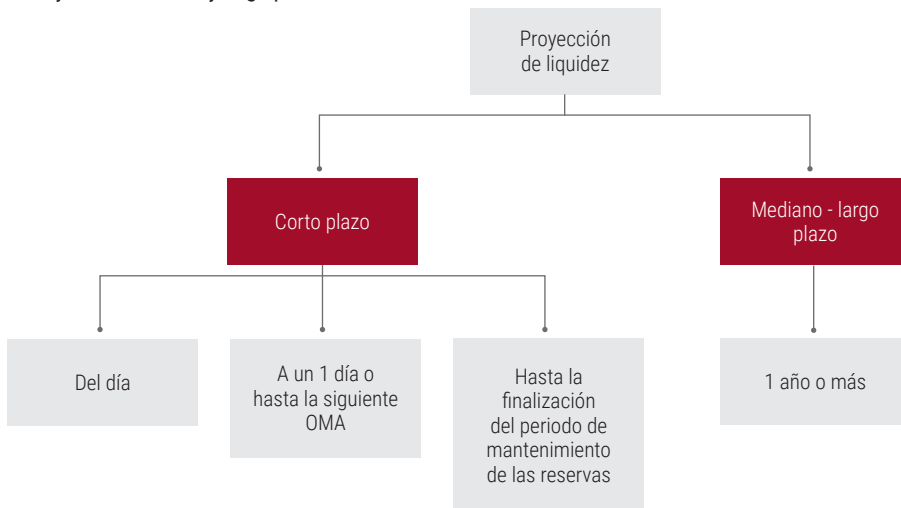
Al respecto, el sistema de pagos posee una gran importancia a la hora de proyectar la liquidez, siendo que este afecta directamente la demanda y la oferta efectiva de las reservas bancarias. Un sistema de pagos desordenado e ineficiente generaría grandes volatilidades en el exceso de reservas, lo que haría más difícil el control de la oferta de liquidez y, por lo tanto, la aplicación de la política monetaria.

Proyección de liquidez

Periodo de proyección

El horizonte de proyección de liquidez no es el único, pues se puede dividir en corto plazo y mediano-largo plazo. Es muy importante distinguir entre proyección de liquidez destinada a la administración de liquidez (proyección de corto plazo), donde tanto el horizonte de proyección de liquidez como los intervalos de proyección van desde 1 hasta 30 días y se basan en el periodo de mantenimiento de las reservas requeridas y por otro lado, la proyección de liquidez destinada a la programación financiera y realizada con base en fundamentos macroeconómicos (proyección de mediano-largo plazo), cuyo periodo abarca un año o más (GRÁFICO 2).

Gráfico 2
Proyección de corto y largo plazo



Fuente: Elaboración propia.

Corto plazo

Las proyecciones de corto plazo son utilizadas para la administración de la liquidez y básicamente se componen de tres horizontes con diferentes objetivos. Las proyecciones de liquidez de corto plazo se extienden desde un periodo tan corto como el de 1 día, hasta un plazo más extenso como los 30 días del periodo de mantenimiento de las reservas requeridas.

El primero de los horizontes, de existir la cantidad y magnitud de datos necesarios, es el pronóstico del día mediante el cual el Banco Central observa si la cantidad de liquidez del sistema es la correcta para que se cumplan con todas las transacciones de la economía.

El segundo es la proyección de liquidez hasta la siguiente operación de mercado abierto, lo que generalmente se corresponde con una proyección de liquidez a 1 día, 1 semana o el plazo correspondiente hasta la siguiente operación. Así, al proyectar la liquidez en este horizonte, el Banco Central supone que las instituciones financieras querrán cerrar la brecha necesaria para cumplir con las reservas requeridas para cuando se dé la siguiente operación de mercado abierto y mantenerse en esa posición por todo el tiempo restante del periodo de mantenimiento de las reservas requeridas.

El tercer y último horizonte es el intervalo de días entre hoy y el tiempo necesario para la finalización del periodo de mantenimiento de las reservas requeridas, el cual puede extenderse a 30 días. La intención de este horizonte es la misma que la del segundo, y se relaciona con cuántas reservas necesitan mantener las instituciones financieras para cumplir con lo impuesto por el Banco Central en lo que resta del periodo de mantenimiento de las reservas requeridas, por lo que la planeación de las operaciones de mercado abierto a ser llevadas a cabo tiene en cuenta esta proyección, así como también las relacionadas con las variaciones en los factores autónomos de liquidez.

Mediano-largo plazo

Las proyecciones de mediano-largo plazo tienen por objetivo conocer cuál será el comportamiento de la oferta y la demanda de liquidez basados en sus determinantes fundamentales. Este lapso de proyección es utilizado a efectos de programación financiera y como punto de control para verificar si las operaciones de corto plazo tienden a converger en las proyecciones de mediano-largo plazo. En caso de desvíos muy significativos, se debería analizar las fuentes del error y tomar las acciones correctivas necesarias, especialmente si los supuestos utilizados en ambos plazos de proyección son los mismos.

En tanto las operaciones de mercado abierto incluyan instrumentos de más largo plazo, es recomendable también el pronóstico de liquidez acorde a dichos

plazos o, al menos, hasta 1 año en adelante. Además, las proyecciones de largo plazo posibilitan mayores análisis estructurales y permiten una mejor planificación y control de las distintas variables económicas.

La proyección de liquidez de mediano-largo plazo del sistema financiero puede, en tal sentido, ser deducida del artículo 4.º de la Ley 489/95 Orgánica del Banco Central del Paraguay, que dice: “... el Banco Central del Paraguay diseñará un programa monetario anual, contemplando el objetivo constitucional de preservar la estabilidad monetaria y que estará basado en los lineamientos generales de la política económica del Gobierno Nacional y las previsiones del Presupuesto General de la Nación para el año correspondiente”. Bajo el esquema de metas de inflación, las variables intermedias dejaron de ser los agregados monetarios y pasó a desempeñar este rol la tasa de política monetaria. Por todo lo expuesto, el programa monetario desempeña el rol de guía de la liquidez de mediano-largo plazo hacia donde la liquidez de corto plazo debería dirigirse.

Al respecto, si bien la proyección de liquidez de corto plazo permite el control del cumplimiento de las restricciones de liquidez impuestas al sistema financiero, la proyección de liquidez de mediano-largo plazo permite planeamientos específicos para los distintos instrumentos con que cuenta el Banco Central. En el caso del BCP, este puede distribuir sus operaciones de mercado abierto en diferentes plazos (desde 15 a 547 días) según sus necesidades y proyecciones de liquidez, por lo que las operaciones de mercado abierto de mayor plazo ayudan a formar la estructura de la curva a esos plazos más distantes y “... colaboran con el desarrollo del mercado secundario, dado que dota de volumen a los vencimientos preestablecidos, y, por tanto, puede generar información de precio. El objetivo de estas colocaciones es administrar la liquidez estructural” (Sub Gerencia General de Política Monetaria, 2013). Además, las proyecciones de liquidez de mediano-largo plazo permiten evaluar la sostenibilidad de la política monetaria.

Las variables estimadas para la proyección de liquidez de mediano-largo plazo, de esta manera, son las siguientes:

- la demanda agregada por moneda nacional, como función del crecimiento del PIB, las expectativas de inflación, entre otros factores;
- las reservas internacionales, como función del crecimiento del PIB, las exportaciones, el pago de préstamos, la deuda pública, entre otros, y
- el comportamiento del Gobierno, basándose en las preferencias de la política económica prevaleciente, como, por ejemplo, preferencia de endeudamiento en una u otra moneda, entre otros.

La proyección de liquidez de mediano-largo plazo podrá ser tomada como un plan de acción del Banco Central, que permitirá aplicar políticas correctivas cuando alguna de sus variables sufra una alteración muy lejana a la esperada, permitiendo estimar como cerrará la economía del país al término del periodo.

|| Métodos de proyección de mediano-largo

Para desarrollar la proyección de liquidez de mediano-largo plazo se puede utilizar un reducido ejercicio de programación financiera, para lo cual se proyecta el balance del Banco Central de acuerdo a los fundamentos subyacentes a la economía. La proyección del balance del Banco Central permite obtener cual será la magnitud de la base monetaria,⁸ a partir de la cual se puede extraer información de las reservas bancarias. La proyección de liquidez se centra en el análisis de los determinantes de la demanda y oferta de reservas, componente de la base monetaria, para lo cual se toma en cuenta el comportamiento futuro de estos determinantes y su impacto en las reservas.

Demanda de mediano-largo plazo por reservas

El ejercicio de la estimación de la demanda por reservas busca básicamente proyectar las reservas requeridas y el exceso de estas. Los modelos de proyección de mediano-largo plazo pretenden modelar ambas variables de acuerdo con sus determinantes estructurales o, también, de acuerdo con sus propiedades de series temporales de largo plazo.

La proyección de las reservas requeridas de mediano-largo plazo se obtiene a partir de la proyección del comportamiento de los depósitos, ya que los mismos componen la base a la cual se le aplican los ratios que el Banco Central impone al mercado como reservas requeridas.

En la proyección de mediano-largo plazo se necesita tener un punto de referencia, para lo cual se podría modelar el comportamiento de los depósitos sujetos a reservas requeridas y proyectarlos, para finalmente aplicar la tasa de reserva requerida promedio. Otra alternativa es modelar individualmente cada tramo de depósito y proyectarlos, para luego aplicar su correspondiente tasa de reserva requerida. Esto último es más complejo ya que se deben considerar factores como el cambio que se puede producir entre tipos de depósitos, los cuales pueden provenir de modificaciones en el alcance de los depósitos incididos por los impuestos. Cuando la tasa de reserva requerida es uniforme, es más precisa la primera alternativa, aunque utilizar esta misma metodología con tasas diferenciales de reserva arroja un punto de referencia hacia donde las operaciones diarias deberían dirigirse. El enfoque que se podría seguir para estimar los depósitos totales o los tramos de depósitos es similar a estimar una función de demanda de dinero.

En cuanto a la proyección del exceso de reservas, se deberían combinar métodos econométricos con el juicio de valor de expertos, ya que el comportamiento de esta variable se ve también influenciado por factores institucionales, los cuales son

8 La base monetaria se define como la suma del dinero y moneda en circulación más las reservas bancarias.

difíciles de captar de manera cuantitativa. Los métodos formales de estimación (estructural o no estructural) basados en datos históricos deben ser complementados con informaciones sobre las características institucionales, difíciles de introducir en las ecuaciones. Además, es importante conocer la opinión de expertos sobre las necesidades y el comportamiento de la liquidez.

Oferta de mediano-largo plazo por reservas

En cuanto a la proyección de la oferta de mediano-largo plazo por reservas se debe tener en cuenta las fuentes autónomas de creación de liquidez y los fundamentos subyacentes a estas.

La oferta de reservas está influida por las fuentes autónomas de creación de liquidez de la siguiente manera: positivamente por los activos externos netos y otras variables netas (componente del activo), y negativamente por la posición neta del Gobierno y por el M0. Asimismo, la oferta de reservas se ve influida por las operaciones de mercado abierto, las cuales constituyen una fuente de creación de liquidez de pleno control que, generalmente, está en concordancia con la estrategia de política implementada por el Banco Central.

Proyección de la demanda de dinero

La proyección de una demanda por dinero estable es crucial para la proyección de la oferta de reservas a mediano-largo plazo. La demanda por dinero puede estimarse básicamente, según la disponibilidad de los datos existentes y las características institucionales del sistema financiero, de dos maneras: la primera, mediante la teoría cuantitativa del dinero, realizando ciertos supuestos sobre la velocidad de circulación del dinero. La segunda, a través de la aproximación de la demanda de dinero basada en métodos econométricos donde los modelos de corrección de errores se destacan entre las metodologías empleadas.

Teoría cuantitativa del dinero

La teoría cuantitativa del dinero en su versión de ecuación de cambios (Fisher, 1911) establece que el gasto total nominal, que resulta del índice de precios de bienes (P) multiplicado por la cantidad de transacciones (Q) de la economía debe ser igual a la cantidad de dinero (M) multiplicado por la velocidad de circulación de dinero (V), la cual se asume constante:

$$M_t V_t = P_t Q_t \quad (1)$$

La ecuación (1) es siempre verdadera por definición ya que, si la economía posee 15 millones de guaraníes de dinero en circulación, y cada guaraní es gastado 3 veces en la economía en un mes, entonces el gasto total mensual será de 45 millones de guaraníes, esto bajo el supuesto de que no exista trueque.

Dividiendo la ecuación (1) por su análoga en (t-1) se tiene:

$$\frac{M_t V_t}{M_{t-1} V_{t-1}} = \frac{P_t Q_t}{P_{t-1} Q_{t-1}} \quad (2)$$

Reordenando términos y aplicando algunas propiedades algebraicas, se obtiene:

$$\frac{M_{t-1} + M_t - M_{t-1}}{M_{t-1}} \frac{V_{t-1} + V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}} = \frac{P_{t-1} + P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \frac{Q_{t-1} + Q_t - Q_{t-1}}{Q_{t-1}} \quad (3)$$

Esta última ecuación puede reescribirse de la siguiente manera:

$$\left(1 + \frac{\Delta M}{M}\right) = \frac{\left(1 + \frac{\Delta P}{P}\right) \left(1 + \frac{\Delta Q}{Q}\right)}{\left(1 + \frac{\Delta V}{V}\right)} \quad (4)$$

Si se puede estimar correctamente la velocidad de circulación o realizar supuestos sobre ella, la ecuación (4) permite proyectar el crecimiento de la demanda de dinero que es congruente con las proyecciones del crecimiento del producto y la inflación (aproximada por el crecimiento del deflactor del PIB). Así, crecimientos de la cantidad de dinero que exceden al crecimiento del producto llevarán a un incremento en la inflación, bajo el supuesto de que la velocidad es constante.

El supuesto de velocidad constante es un tanto rígido, ya que en realidad las innovaciones y las reformas financieras en los mercados hacen variar la velocidad. Como manera de corroborar esto último, se podría calcular el ratio del PIB nominal y el stock de agregado monetario (M0). Existen factores que hacen variar la velocidad de circulación del dinero, como por ejemplo el uso de tarjetas de crédito, cajeros automáticos y pagos electrónicos los cuales incrementan la velocidad; aumento de la monetización de la economía o de la profundización de la economía, la reducen.

Métodos econométricos

Modelar la demanda por dinero no es tarea sencilla, ya que las variables que se consideran en el modelo son generalmente endógenas. Esto último es casi una constante en la mayoría de los modelos que intentan predecir la demanda de dinero, por

lo que es práctica general de la profesión considerar las variables como exógenas. La modelación se puede hacer en términos reales como nominales, siendo preferible la primera.

La demanda real de dinero se puede interpretar como aquella que permite la adquisición de una cierta cantidad de bienes. En otras palabras, el saldo real de dinero representa la cantidad de bienes que puede comprar el dinero nominal deflactado por el índice general de precios. Las variables que explican la demanda real de dinero son similares a las que explican la demanda de cualquier activo financiero. En general, los activos financieros son una función de su propio precio, el precio de activos relacionados, el ingreso, la riqueza, los gustos y las expectativas. Una definición restringida de la demanda real de dinero ($\frac{M}{P}$) está relacionada con el ingreso real (Y), con el costo de oportunidad de mantener dinero (i) y con la expectativa de inflación (π^e):

$$\frac{M}{P} = f(Y, i, \pi^e, \dots) \quad (5)$$

La ecuación (5) puede interpretarse de manera sencilla, donde al incrementarse el ingreso real se espera que la demanda de saldos reales de dinero aumente, reflejando de esta manera el aumento de las transacciones en la economía. El costo de oportunidad de mantener dinero se produce porque el efectivo no genera ganancias por interés. Por tanto, para aproximar este costo de oportunidad, se podría utilizar la tasa de interés nominal de los activos menos líquidos como las tasas de los bonos del tesoro. La relación entre la tasa de interés y la demanda por saldos reales es negativa, dado que ante un aumento de la tasa de interés de los activos menos líquidos, los agentes económicos modificarán su portafolio reduciendo la demanda de los activos más líquidos, como lo es el efectivo, y aumentando la demanda por aquellos menos líquidos. De esta forma, el diferencial de tasas de interés⁹ se podría incluir como variable explicativa. Asimismo, la expectativa de inflación podría ser utilizada como *proxy* del costo de oportunidad de mantener saldos reales.

La estimación de la demanda por dinero en la econometría tiene un amplio terreno de investigación, donde el modelo de corrección de errores es el más utilizado y se erige como el estándar para este tipo de estimaciones. La idea detrás de dicho modelo se basa en que si existe cointegración entre las variables de la ecuación (5), lo que significa que hay una relación estable de largo plazo entre las mismas, cualquier *shock* que mueva fuera del equilibrio de largo plazo a la relación entre el dinero, el ingreso real y el costo de oportunidad tenderá a ser disipado. En

9 La tasa promedio de interés de activos menos líquidos, activos no monetarios, menos la tasa promedio de interés de los componentes del agregado monetario.

otras palabras, existirá una tendencia de que la demanda por saldos reales se ajuste hacia el equilibrio de largo plazo de manera tal que todas las variables se muevan juntas de nuevo.

Una vez obtenida una demanda de dinero estable, es posible proyectarla, utilizando las proyecciones del PIB, de la inflación y de la tasa de interés. Esta última variable tiene varias alternativas para su estimación. La primera es observando la trayectoria de la tasa de interés en otros países que tengan un comportamiento similar al país en cuestión. Si el país estudiado posee una considerable prima por riesgo, se debe evaluar el tiempo que tomará que las tasas de interés de corto plazo retornen hacia el promedio de tasas de los países similares. Si la prima por riesgo es muy baja o inexistente, se puede suponer que la tasa de interés de corto plazo está basada en la Regla de Taylor. Esta regla puede ser estimada utilizando datos históricos de la tasa de interés de corto plazo, la brecha del producto y la diferencia entre la inflación observada y la deseada. Una vez estimada la regla, se procede a realizar la proyección de la tasa de interés, dadas las proyecciones del producto y de la inflación.

Por último, en cuanto a la estimación de una demanda real de dinero estable, se debe considerar que los resultados, en general, no son muy estables. Es decir, económicamente es poco probable obtener una demanda real de dinero estable, ya que las reformas y las innovaciones financieras afectan la demanda de dinero y hacen que esta última responda más rápidamente a los cambios en la tasa de interés. Cuando el mercado financiero se vuelve más profundo y se introducen instrumentos más sofisticados, como los bonos y las acciones, se podría producir un cambio gradual de portafolio sustituyendo los activos monetarios, y de esta manera, la demanda de dinero es menos predecible.

Proyección de los activos externos netos

La proyección de los activos externos netos (AEN) es el producto de los movimientos esperados de la balanza de pagos. Lo importante del análisis de la balanza de pagos es la variación final que se registra en las reservas internacionales. Para modelar estos cambios, se puede apelar a modelos de proyección, que tienen como variable explicativa al crecimiento del PIB real, la demanda de exportaciones nacionales del resto del mundo, las variaciones en la competitividad del país, los pagos futuros de deuda externa, los términos de intercambio y el diferencial de tasas domésticas con las internacionales, entre otros factores. La elección de las variables explicativas se debe realizar según la característica peculiar de la economía y la disponibilidad de datos. Una vez modeladas las reservas internacionales, la proyección de los AEN se vuelve una tarea sencilla.

Al respecto, dentro de la proyección de los AEN, se deben considerar los efectos cambiarios ya que los registros de los AEN generalmente están en moneda

nacional y las reservas internacionales están denominadas en dólares americanos. Por tanto, se debe valorar los AEN en la misma moneda, para luego comparar esto con las reservas internacionales, como a continuación se presenta:

$$AEN_t = e_t^{FP} \left(\frac{AEN_{t-1}}{e_{t-1}^{FP}} - \Delta RIN_t \right) \quad (6)$$

Donde e_t^{FP} es el tipo de cambio de la moneda doméstica en relación con el dólar americano de fin de periodo, y es la variación de las reservas internacionales netas proveniente de la balanza de pagos y su proyección mencionada anteriormente.

Debido a que un incremento en las RIN se registra con signo negativo en la balanza de pagos, en la anterior fórmula se incluye a la misma con signo negativo, de manera tal que un aumento (Δ - de la RIN) implique un incremento en los AEN y viceversa.

Proyección de la posición neta del Gobierno

La proyección del saldo neto del Gobierno en el Banco Central es una de las variables más complejas de trabajar. Existen dos caminos para realizar esta tarea: mediante estimaciones econométricas y por medio de la programación financiera.

El primero consiste en modelar esta variable según sus determinantes estructurales, como lo son: el resultado fiscal esperado, el crecimiento esperado del PIB y los cambios en las tasas de interés de las fuentes de financiamiento del déficit, entre otros factores. Una vez seleccionadas las variables, se corre una regresión para luego proceder a la proyección.

El segundo proviene del ejercicio de programación financiera que el Ministerio de Hacienda (MH) pudiera realizar para el periodo fiscal de referencia, y a partir de este ejercicio, proyectar el comportamiento del saldo neto que el gobierno tiene en el Banco Central.

En ambos ejercicios, se deben tener en cuenta las decisiones del Gobierno para el manejo de la liquidez y su fuente de financiamiento. En este sentido, se deben considerar las decisiones gubernamentales sobre el destino o movimiento de sus depósitos desde o hacia el Banco Central a los bancos privados, así como las decisiones sobre su financiamiento en moneda nacional o extranjera.

Consideraciones finales

La efectividad de la política monetaria está íntimamente ligada a la gestión del Banco Central en el mercado de dinero. En particular, para aquellas economías donde el esquema de política monetaria es de metas de inflación, las decisiones tomadas –además de ser comunicadas de manera clara y sencilla– deben ser acompañadas de una implementación operativa que requiere utilizar los instrumentos de política disponibles para asegurar que la tasa interbancaria se ubique en torno al nivel de la tasa de política monetaria del Banco Central. Esto es equivalente a decir que el Banco Central debe mantener un nivel de liquidez óptimo de acuerdo con las condiciones del mercado.

Para lograr esto, el Banco Central debe realizar permanentemente proyecciones de liquidez del mercado. Esto requiere pronosticar el comportamiento esperado de los principales componentes del balance del Banco Central (billetes y monedas en circulación, activos externos netos y posición neta del gobierno). Estas proyecciones se utilizan como insumo para determinar los requerimientos de intervención que debe realizar el Banco Central en el sistema financiero a través de las OMA.

Esta proyección se realiza para distintos plazos: corto, mediano-largo, en función a distintos objetivos. La proyección de corto plazo apunta a la administración de la liquidez en periodos que van de 1 a 30 días, teniendo en cuenta el periodo de mantenimiento de las reservas requeridas. La proyección de liquidez de mediano-largo plazo, para periodos iguales o mayores a un año, se realiza con fines de programación financiera y en base a fundamentos macroeconómicos.

El BCP ha introducido diversos instrumentos de política monetaria para administrar la liquidez del sistema financiero y minimizar la volatilidad de la tasa de interés interbancaria. En la medida que el mercado adquiera un mayor conocimiento del objetivo y se involucre en el uso de estos instrumentos, contribuirá a que los mecanismos de transmisión de la política monetaria sean más eficaces y, en última instancia, servirá para el cumplimiento de los objetivos de estabilidad monetaria y financiera de la institución.

Referencias bibliográficas

- Fisher, I. (1911). *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises*. New York: The Macmillan Co.
- Ley 489/95 (Artículo 4.º Funciones). Ley Orgánica del Banco Central del Paraguay.
- Loayza, N., & Schmidt-Hebel, K. (2002). *Monetary policy functions and transmission mechanism: an overview*. Central Banking, Analysis, and Economic Policies Book Series, vol. 4, Central Bank of Chile.
- Nachega, J. C. (2001). A Cointegration Analysis of Broad Money Demand in Cameroon. *International Monetary Fund Working Paper N.º 01/26*.
- Navarro Azorín, J. M. (2002). *Procedimientos operativos de la política monetaria y comportamiento del tipo de interés a un día*. Departamento de Economía. Universidad Politécnica de Cartagena.
- Resolución 13 (Acta 8, 29.01.15). Reglamento General de Encaje Legal en Moneda Nacional y Extranjera.
- Resolución 14 (Acta 8, 29.01.15.). Límite de utilización de saldos de encaje legal en moneda nacional.
- Resolución 15 (Acta 8, 29.01.15). Límite de utilización de saldos de encaje legal en moneda extranjera.
- Sub Gerencia General de Política Monetaria (2013). *Política Monetaria En Paraguay: Metas de Inflación, un nuevo esquema*. Banco Central del Paraguay.

Sistema financiero paraguayo: *Carpe diem**

Carlos Fernández Valdovinos

El autor agradece a José Baez, Alice Bonzi, Samuel Cañete, Zulma Barrail, Celina Gertopán, Rosa Ortellado, Adriana Guillén, Gabriela Escobar y Belén González por la valiosa contribución para la elaboración de este capítulo.

* La frase completa es «Carpe diem, quam minimum credula postero», cuya traducción es «Aprovecha el día, no confíes en el mañana».

Introducción

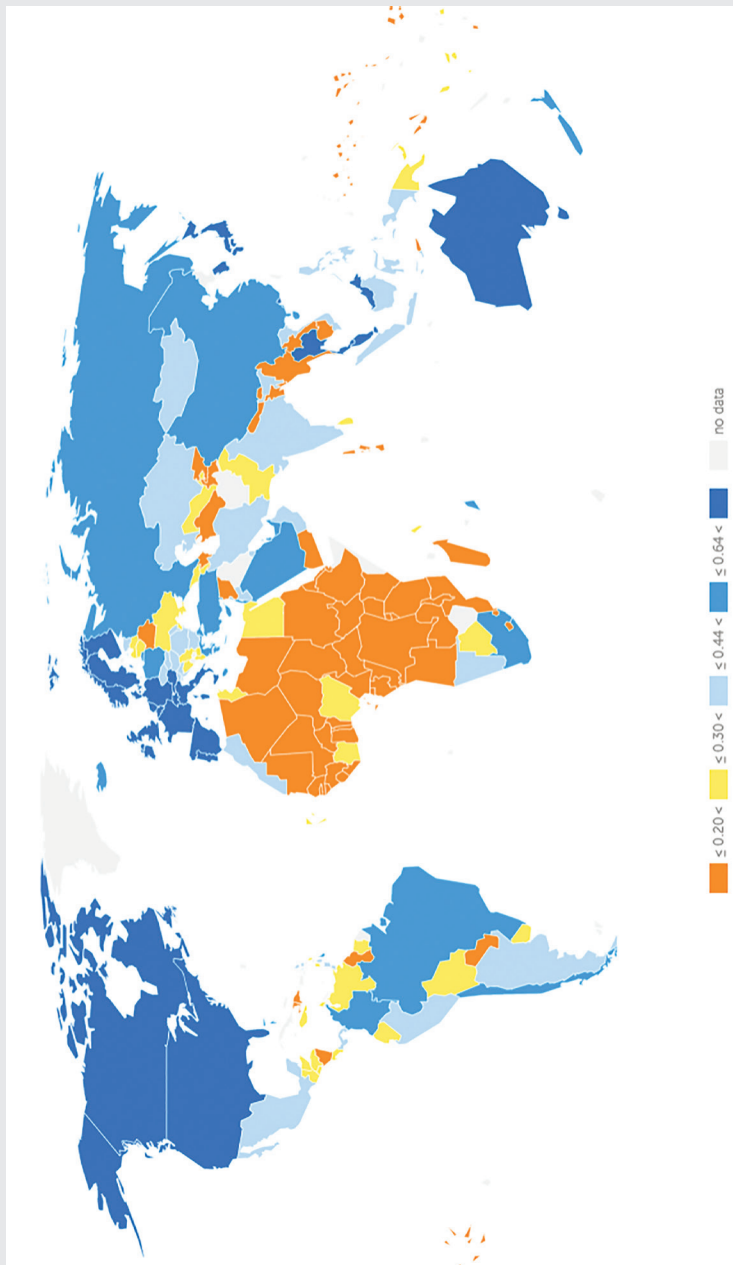
*Las operaciones más prudentes y juiciosas de un Banco
pueden fomentar la industria nacional,
no por el aumento del capital de un país,
sino haciendo trabajar y producir
la mayor parte de este capital.
Adam Smith (La riqueza de las naciones)*

El sistema financiero es el conjunto de instituciones, instrumentos y mercados que canalizan recursos desde las unidades económicas superavitarias de ahorro hacia las que son deficitarias. En términos sencillos, el sistema financiero sirve para intermediar entre los que tienen exceso de dinero y quieren prestarlo (ahorristas) y los que necesitan o demandan financiación (inversores). Su función es fundamental en las economías de mercado para transformar en inversión el ahorro generado. Debido a que no suelen coincidir las preferencias de los ahorristas y las de los inversores respecto al grado de liquidez, seguridad y rentabilidad de los fondos disponibles, resulta necesario superponer diversos mercados financieros a fin de ajustar las exigencias y preferencias de ambos grupos.

Como señala Levine (2005), los sistemas financieros tienen cinco roles estrechamente interrelacionados: generar información *ex ante* sobre posibles inversiones, monitorear las inversiones y ejercer gobernanza corporativa, facilitar la diversificación y la gestión de riesgos, agrupar y movilizar el ahorro y facilitar el intercambio de bienes y servicios. Mediante estas funciones, el sistema financiero contribuye a incrementar la tasa de ahorro de un país, promover la asignación eficiente del capital, facilitar la innovación tecnológica y suavizar las fluctuaciones de la actividad económica.

Si bien en todos los sistemas financieros se cumplen dichos roles, el nivel de desarrollo financiero de los países puede ser distinto. El acceso, la profundidad y la eficiencia difieren significativamente de un país a otro, así como también el marco legal y regulatorio y las políticas implementadas en el sector (GRÁFICO 1). Por ejemplo, en economías avanzadas, la mayor parte del ahorro se canaliza a través de instrumentos financieros formales. En cambio, en países de América Latina y el Caribe (ALC), gran parte de los ahorros de los hogares no pasa por el sistema financiero formal y los hogares menos ricos depositan sus ahorros en instituciones no reguladas o simplemente compran bienes durables.

Gráfico 1
Mapa mundial del desarrollo financiero, año 2014



Fuente: Índice de desarrollo financiero del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Los sistemas financieros de la región son, en general, poco desarrollados, lo que limita el acceso al crédito para el sector productivo. A su vez, este insuficiente desarrollo y la consecuente restricción del crédito es resultado del escaso ahorro canalizado a través de instituciones financieras formales. Si bien en Paraguay se han dado importantes avances en las últimas décadas, el desarrollo financiero es todavía bajo inclusive cuando se lo compara con los demás países de la región. Por esta razón, un desafío crucial para las autoridades económicas consiste en diseñar políticas que aceleren este proceso a fin de impulsar el progreso económico y social del país.

La primera sección del capítulo realiza una breve revisión de la literatura sobre el papel del sector financiero en el crecimiento económico y la reducción de la pobreza, corroborada con evidencias de estas relaciones para economías de ALC. La segunda sección analiza la dinámica reciente del sector financiero en Paraguay y evalúa, seguidamente, el significativo crecimiento de este sector desde el 2003. En la tercera, se examina brevemente un desafío para el futuro del sector financiero tradicional: las *fintech*. La última sección presenta recomendaciones de política.

Sector financiero, crecimiento económico y reducción de la pobreza

La idea de que el buen funcionamiento del sistema financiero desempeña un rol esencial para promover el crecimiento económico de los países es de larga data. Hace ya más de dos siglos, Hamilton (1791), considerado el primer autor referente en el tema, propuso la creación de un Banco Nacional. Este tenía como objetivo saldar las deudas contraídas desde la independencia, estimular el gasto público, el comercio y la industria, estabilizar la moneda y acelerar el crecimiento económico de Estados Unidos. Posteriormente Bagehot (1873) y más recientemente Schumpeter (1934) y Hicks (1969), manifestaron la importancia del desarrollo institucional, particularmente, del desarrollo financiero para el crecimiento económico.

A pesar de la diversidad de enfoques, existe abundante evidencia empírica de que las variables financieras tienen un efecto significativo sobre el crecimiento económico. Paralelamente, otra extensa literatura reconoce que es esencial contar con sistemas financieros que funcionen correctamente para reducir los niveles de pobreza. En particular, estos estudios sugieren que políticas financieras que fomentan la competencia y ayudan a superar los obstáculos para el acceso al financiamiento son fundamentales para la reducción de la pobreza y la distribución más equitativa de recursos y capacidades.

|| Breve revisión de la literatura

Si bien la acumulación de factores y aumentos de la productividad constituyen los principales motores propulsores del crecimiento económico, la intermediación y el progreso financiero también desempeñan un rol fundamental. No obstante, la literatura tradicional sobre el tema, generalmente ha dejado de lado el papel de las instituciones financieras como motor dinamizador del PIB de los países. La razón radica en que los modelos de crecimiento endógeno se obtienen en un marco de equilibrio general de Arrow-Debreu y no dan cabida a fricciones e imperfecciones del mercado. En consecuencia, durante los años de mayor florecimiento de estos modelos, el papel del sector financiero fue relegado a un segundo plano.

El panorama cambió desde inicios de los años noventa, cuando se vio un resurgimiento del interés en demostrar que el desarrollo del sector financiero afecta positivamente el crecimiento económico. La literatura teórica ha tratado de identificar los diversos mecanismos a través de los cuales se dan estos efectos. Estos trabajos argumentan que las instituciones financieras, por medio de distintas funciones, reducen o eliminan las fricciones de información, los costos de transacción y de cumplimiento de contratos asociados a las transacciones financieras. Al hacer esto, logran incentivar los determinantes últimos del crecimiento económico: la acumulación de capital físico y humano, y la innovación tecnológica.

En lo que se refiere a trabajos empíricos, la literatura es bastante amplia. Goldsmith (1969) fue un pionero en el análisis de la relación entre el crecimiento económico y el desarrollo financiero. En su trabajo utilizó diversas medidas de la estructura del sector financiero¹ y las comparó con el crecimiento económico de 35 países, utilizando el periodo comprendido entre 1860 y 1963. El estudio muestra la existencia de una relación positiva entre desarrollo financiero y PIB per cápita.² No obstante, su análisis no permite decidir si los factores financieros son responsables de la aceleración del desarrollo económico o si el desarrollo económico es reflejo del crecimiento económico. Otros autores también encontraron asociaciones entre el sector financiero y el sector real, pero tampoco respondieron a la cuestión de la causalidad (Gerschenkron, 1962; Cameron, 1972). Vale mencionar que estos autores utilizaron métodos econométricos rudimentarios y análisis de casos a efectos de llegar a estas conclusiones.

Trabajos más recientes han tratado de evitar estos problemas utilizando diversas metodologías econométricas y construyendo bases de datos más adecuadas.

1 El autor utiliza variables representativas del sector financiero tales como la relación entre los activos intangibles y tangibles en los balances sectoriales, los coeficientes de deuda bruta y neta, la proporción de financiamiento interno y externo y el grado de concentración de las instituciones financieras.

2 No obstante, de su análisis no es posible establecer con exactitud la relación de causalidad, en otras palabras, decidir si los factores financieros son responsables por la aceleración del desarrollo económico o si el desarrollo económico es reflejo del crecimiento económico, cuya causa principal debe buscarse en otra parte.

Por ejemplo, King y Levine (1993) ampliaron la muestra de países a 80, consideraron otras variables que afectan al crecimiento económico y analizaron la influencia de estas sobre distintas variables del crecimiento económico. Levine y Zervos (1998) verificaron si ciertas medidas de desarrollo financiero predicen las tasas de crecimiento futuras de la producción, el capital, la productividad y el ahorro. Levine, Loayza y Beck (2000) encontraron que ciertas reformas (legales y contables) pueden impulsar el desarrollo financiero y acelerar el crecimiento económico. A su vez, Greenwood, Sanchez y Wang (2010) sostienen que en la medida que aumenta la eficacia del control del crédito, debido al progreso tecnológico en el sector financiero, aumenta el ingreso de la economía.

Más recientemente, luego de la crisis global del 2008, muchos académicos y hacedores de políticas encontraron conveniente replantearse las conclusiones de estudios previos y cuestionarse cuál sería el tamaño óptimo del sistema financiero para lograr un crecimiento económico sostenido. Arcand, Berkes y Panizza (2012) encontraron que inicialmente existe una relación positiva entre el tamaño del sistema financiero y el crecimiento económico, pero a altos niveles de desarrollo financiero, más finanzas están asociadas con menor crecimiento. En particular, sugieren que las finanzas comienzan a tener un efecto negativo en el crecimiento cuando el crédito al sector privado alcanza un 100 % del PIB. Es decir, existirían no linealidades relativas a una mayor profundización financiera.

Sahay y otros (2015) también comprueban la existencia de una relación significativa, con forma de campana, entre desarrollo financiero y crecimiento económico. Este estudio utiliza un nuevo índice integral y de base amplia para medir el desarrollo financiero de un país, basado en dos subíndices: instituciones financieras y mercados financieros, los que a su vez se desglosan en componentes de acceso, profundidad y eficiencia.³ Los autores argumentan que las menores contribuciones al crecimiento se originan en un aumento excesivo de la profundización financiera, y no derivan de los incrementos en el acceso ni de una mayor eficiencia financiera. Encuentran igualmente que la mayoría de los países emergentes se ubican aún en la parte ascendente de la curva, al contrario de las economías avanzadas que ya poseen un desarrollo financiero mayor y mucho más complejo.

Cechetti y Kharroubi (2012) analizan los efectos de cambios en el tamaño del sector financiero sobre el aumento de la productividad total de factores. El estudio muestra que el tamaño del sector financiero tiene un efecto de *U* invertida sobre el crecimiento de la productividad. Si se expande muy rápido y se vuelve muy grande, se convierte en un lastre para la productividad y el crecimiento económico. La razón de este fenómeno es que el sector financiero crece mucho basándose en la financiación de proyectos de baja productividad, pero que tienen garantías eleva-

3 Los autores utilizan una muestra de 128 países para el periodo 1980-2013. Ellos encuentran una relación inicial positiva entre desarrollo financiero y crecimiento económico, pero identifican un punto de inflexión cuando el índice alcanza un valor de entre 0,4 y 0,7 (en la escala de 0 a 1).

das, como es el caso de la construcción. Los autores enfatizan igualmente que los booms financieros no son, en general, fortalecedores del crecimiento. Esto porque el sector de las finanzas compite con el resto de la economía por obtener recursos escasos. En un mundo de recursos limitados, un crecimiento mayor del sector financiero (considerado de baja productividad por ellos) atrae mayores recursos, lo cual perjudica a la economía real y más productiva.

En lo que respecta al impacto del desarrollo financiero en la reducción de la pobreza, se pueden mencionar dos canales. El primero trabaja indirectamente a través del crecimiento económico. Aumentos del PIB crean puestos de trabajos para los pobres; reducen las diferencias salariales entre trabajadores calificados y no calificados (Galor y Tsiddon, 1996); amplían las recaudaciones de impuestos y eso permite al Gobierno incrementar sus gastos sociales (Perotti, 1993); y en la medida en que aumenta la acumulación de capital, permiten que mayores recursos estén disponibles para la inversión de las clases menos favorecidas (Aghion y Bolton, 1997). Algunos investigadores buscaron explicar cambios en los niveles de pobreza de los países en términos de un *efecto crecimiento* (es decir, que provienen de un cambio en el ingreso promedio) y un *efecto distribución* (causado por desplazamientos en la curva de Lorenz, manteniendo el ingreso promedio constante) (Datt y Ravallion, 1992, y Kakwani y Pernia, 2000). Estos autores concluyen que el primero de los efectos explica la mayor parte de cambios observados en la pobreza.

El segundo canal se origina al permitir que las clases pobres tengan acceso al sector financiero, sea por primera vez o a una mayor gama de servicios. Numerosos estudios empíricos, utilizando macrodatos de países, encuentran una relación directa entre el desarrollo del sector financiero y la reducción de la pobreza y la desigualdad (Li, Squire y Zou, 1998; Clarke, Xu y Zou, 2003; Beck, Demirguc-Kunt y Levine, 2004; Honohan, 2004).

Varios economistas sostienen incluso que el desarrollo de la intermediación financiera tiene un impacto beneficioso más que proporcional sobre los pobres. Ello ocurriría porque la asimetría de información, la cual genera restricciones al crédito, es particularmente perjudicial para los pobres dado que los mismos no tienen recursos para financiar sus proyectos ni poseen colaterales que puedan utilizar para obtener préstamos (Banerjee y Newman, 1993; Galor y Zeira, 1993; Aghion y Bolton, 1997). De esta manera, con un mayor desarrollo financiero, los hogares pobres pueden acceder a servicios financieros para suavizar sus niveles de consumo y suplir sus necesidades de inversión. Otros estudios encuentran que las micro y pequeñas empresas reciben un impacto positivo adicional derivado del acceso financiero y ello se ve reflejado en un mejor desempeño empresarial y mayores retornos (Beck, Demirguc-Kunt y Martínez, 2007; Demirgüç-Kunt y Levine, 2009).

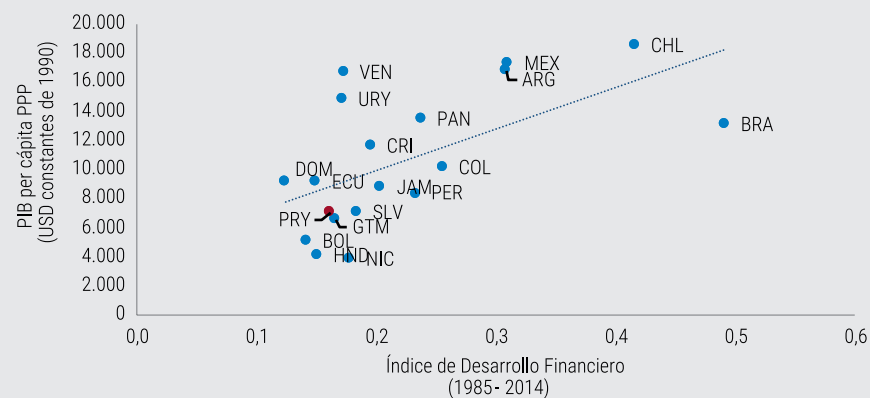
Evidencia empírica en ALC

Los sistemas financieros de la región se han profundizado notablemente en las últimas décadas, si bien la mayoría de ellos permanece aún por debajo de los niveles alcanzados por las economías avanzadas. Paralelamente, apoyado por el ciclo favorable en el precio de las materias primas, los países de ALC han experimentado un período de auge, caracterizado por un crecimiento vigoroso, bajos niveles de inflación y mejoras en el ámbito social. Pareciera ser entonces que la experiencia de la región valida las conclusiones de las investigaciones mencionadas anteriormente: un mayor desarrollo financiero impacta favorablemente en el crecimiento económico y en la reducción de la pobreza. Esta subsección presenta un contraste entre la evolución de indicadores del desarrollo financiero de países de ALC y las respectivas variables de crecimiento económico, pobreza y desigualdad.⁴ Confirmando las evidencias presentadas en el influyente trabajo de Goldsmith (1969), los datos de ALC muestran la existencia de una relación positiva entre el desarrollo financiero y el PIB per cápita (GRÁFICO 2).

Cabe aclarar que, en la relación entre estas variables pueden existir efectos que vayan en ambas direcciones. Cuando la actividad real se expande, las finanzas crecen en respuesta a la creciente demanda de servicios financieros por parte del sector no financiero de la economía. Por ello, un reto clave para los investigadores ha sido establecer empíricamente la causalidad existente entre finanzas y crecimiento económico.

Gráfico 2

Desarrollo financiero y nivel de PIB per cápita

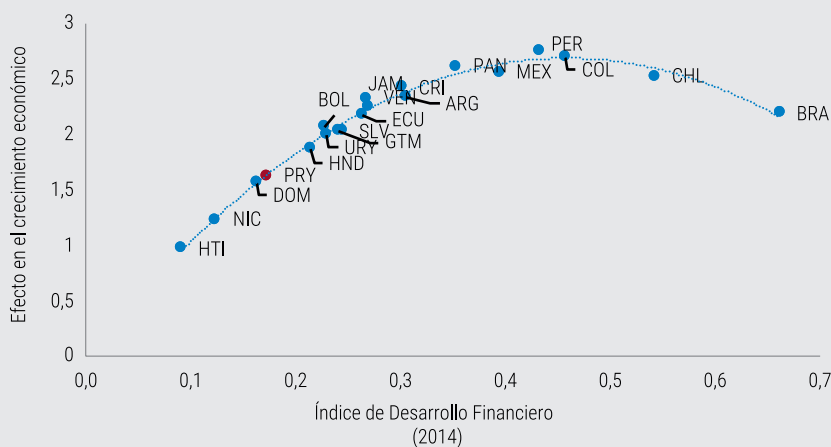


Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial y FMI.

4 Se utiliza el periodo entre 1985 y 2014 en 20 economías seleccionadas de la región (Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela).

Una amplia literatura empírica, aplicando diversas metodologías para resolver el problema de causalidad, concluye que el desarrollo del sistema financiero es un factor que influye positivamente en el crecimiento económico de los países. Al utilizar los parámetros estimados por Sahay y otros (2015), puede verificarse que en las economías de ALC la contribución del desarrollo financiero al crecimiento económico tiene rendimientos decrecientes y que existe un punto de inflexión luego del cual los efectos son negativos. Este hecho se observa en la curva con forma de U invertida, calculada con datos al 2014 (GRÁFICO 3). En la parte ascendente de la curva se ubican países como Haití, Nicaragua, República Dominicana y Paraguay. En la parte descendente, países con mercados financieros relativamente más desarrollados como Colombia, Chile y Brasil.

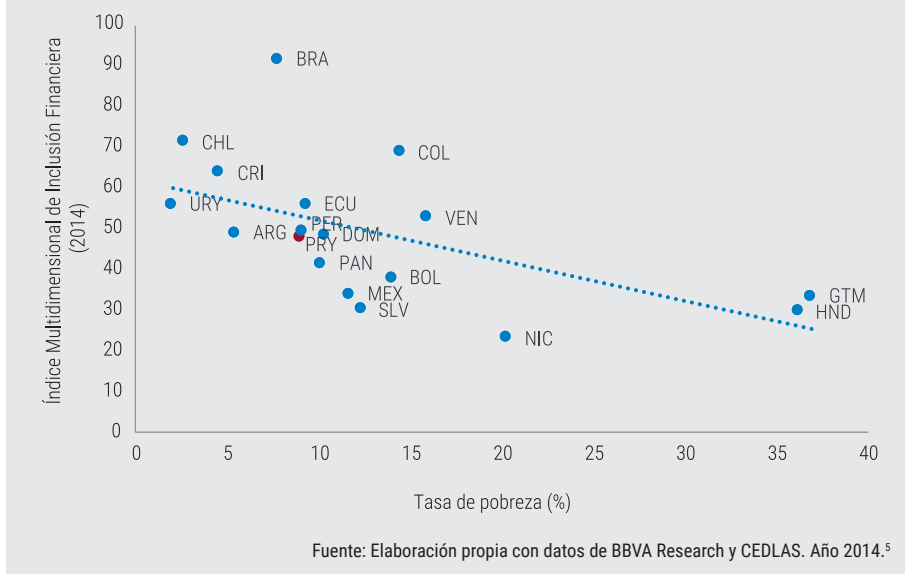
Gráfico 3
Desarrollo financiero y crecimiento económico



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y Heng, Ivanova, & Mariscal (2016).

La evidencia empírica muestra igualmente que el desarrollo del sector financiero tiene un impacto positivo (directo e indirecto) en la reducción de la pobreza. Al respecto, un mayor acceso a productos y servicios financieros de calidad (es decir, una mayor inclusión financiera) por parte de las personas de menores ingresos es considerado el factor principal que explica esta relación. Los datos de países de ALC muestran claramente la correlación negativa existente entre inclusión financiera y pobreza (GRÁFICO 4). El coeficiente de correlación tiene un valor de -0,56 y es significativo a un nivel del uno por ciento.

Gráfico 4
Inclusión financiera y pobreza

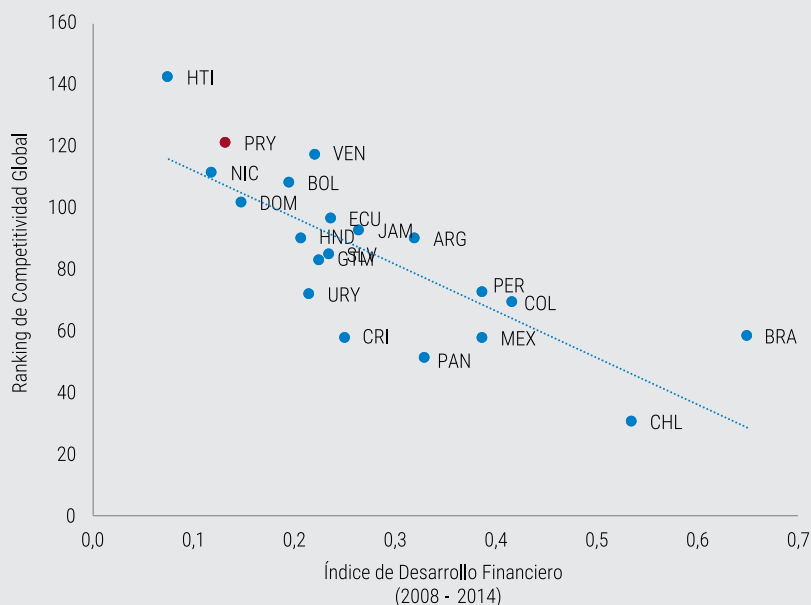


Finalmente, los datos de la región muestran que existe una asociación positiva entre el desarrollo financiero y el grado de competitividad de las economías. Como *proxy* de esta última variable, se utiliza el índice de competitividad global, elaborado por el Foro Económico Mundial. Este índice realiza una evaluación comparativa de los doce pilares de competitividad que determinan la productividad de las economías a largo plazo. Puede observarse que países de ALC con mejor posición en el *ranking* de competitividad global muestran al mismo tiempo un mayor desarrollo financiero (GRÁFICO 5). En este caso, el coeficiente de correlación tiene un valor de $-0,99$ y es significativo a un nivel del uno por ciento.⁶

5 Para conocer la metodología del Índice Multidimensional de Inclusión Financiera ver Cámara y Tuesta (2014).

6 Países con competitividad más alta han ocupado los primeros lugares de la escala global. Por ende, se observa una relación negativa en el gráfico.

Gráfico 5
Desarrollo financiero y competitividad



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

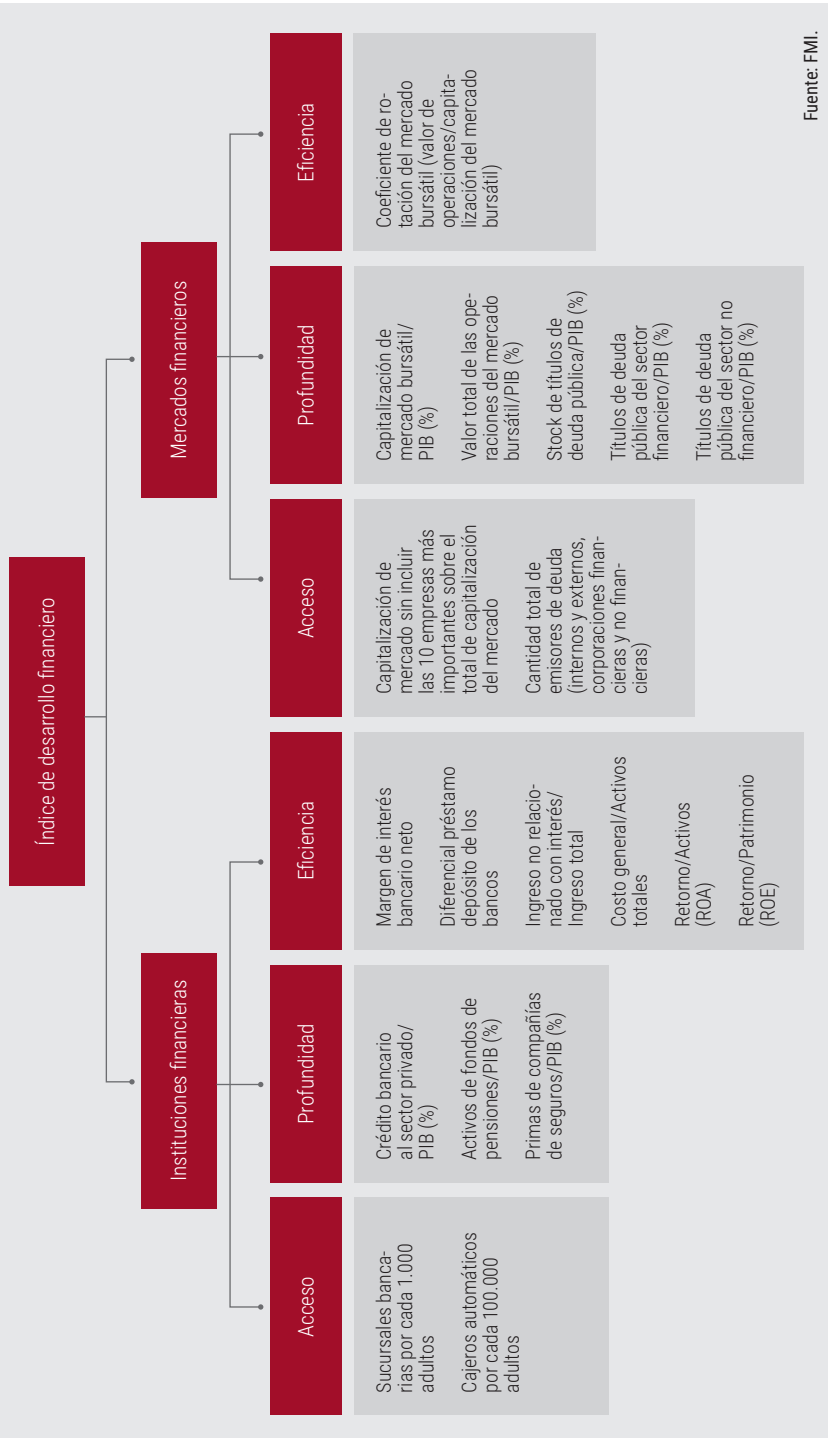
Dinámica reciente en Paraguay

El índice de desarrollo financiero (DF) utilizado en esta sección corresponde al indicador construido recientemente por el FMI, que permite caracterizar y comparar (en términos relativos) la dinámica de los sistemas financieros de 180 países (Sahay y otros, 2015; Svirydzhenka, 2016). La bondad del mismo radica en que un solo indicador incorpora diferentes dimensiones del desarrollo financiero de una determinada economía, a diferencia de la mayoría de los estudios empíricos que utilizan unos pocos indicadores (por ejemplo, ratio de crédito a PIB o capitalización de mercado a PIB). Está compuesto por medidas de profundidad, acceso y eficiencia⁷, tanto de instituciones como de los mercados financieros (GRÁFICO 6).⁸

7 La profundidad se refiere al tamaño y la liquidez de los mercados. El acceso se relaciona a la capacidad de los individuos y las empresas para acceder a los servicios financieros. La eficiencia refleja la capacidad de las instituciones para proveer servicios financieros a bajo costo y al nivel de actividad de los mercados financieros.

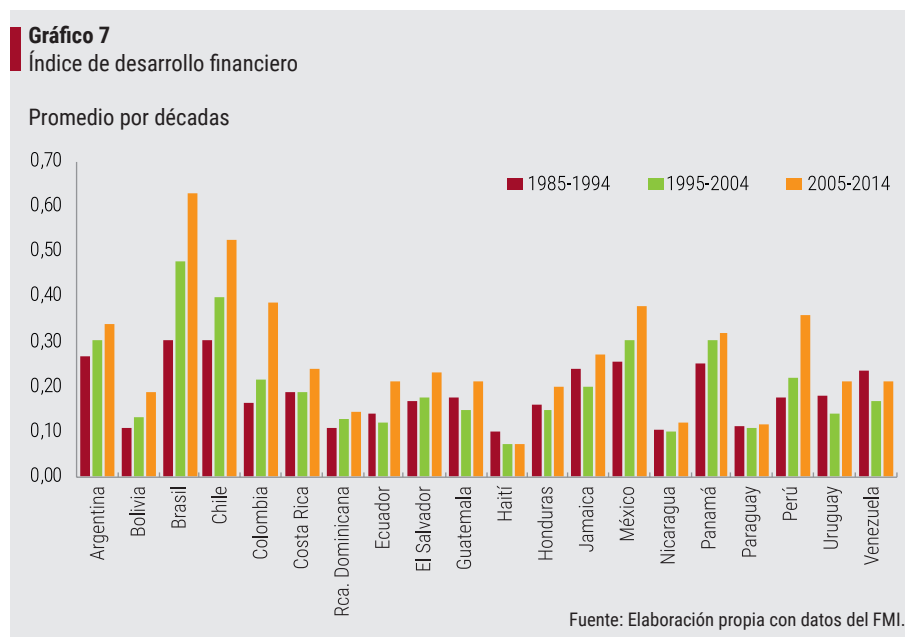
8 Las instituciones financieras comprenden a bancos, compañías de seguro, fondos mutuos, fondos de pensión y otro tipo de instituciones financieras no bancarias. Por su parte, los mercados financieros incluyen principalmente los mercados de acciones y bonos.

Gráfico 6
Componentes del índice de desarrollo financiero



Fuente: FMI.

Una mirada al desarrollo del sector financiero en ALC durante las últimas tres décadas revela un avance en casi todos los países de la región, con excepción de Haití. En algunos países (Brasil, Chile, Colombia y Perú) la mejora ha sido sustancial, mientras que en otros (Paraguay) el progreso ha sido menor (GRÁFICO 7). En varios de los países se ha dado cierto retroceso entre 1995-2004, reflejo de las crisis financieras que afectaron la región y de condiciones macroeconómicas poco favorables. La evolución del índice DF de Paraguay evidencia igualmente las sucesivas crisis bancarias ocurridas a partir de 1995 y que tuvieron importantes costos económicos, sociales y políticos.

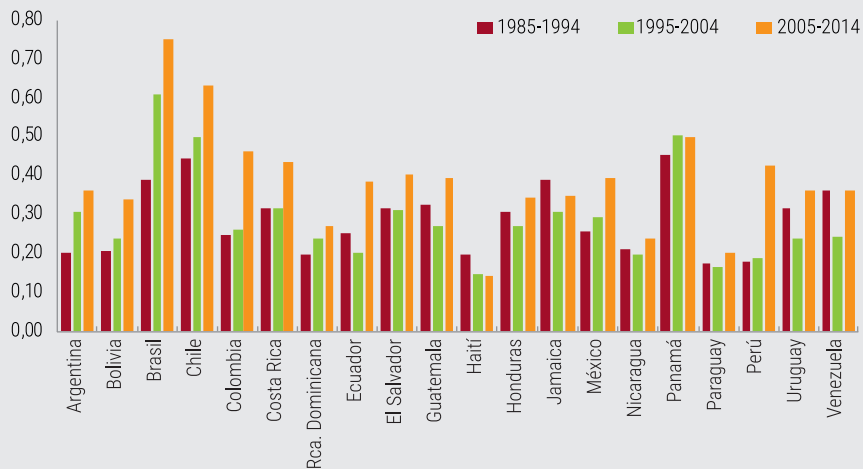


En la región, la dinámica del índice DF se explica fundamentalmente por la evolución positiva del subíndice de desarrollo de instituciones financieras (IF). Brasil, Chile y Panamá alcanzan actualmente los mayores valores de subíndice IF, pero es notorio el reciente progreso de Perú y Colombia (GRÁFICO 8).

En lo que respecta a Paraguay, el desarrollo del sistema financiero ha estado respaldado principalmente por actividades de las instituciones financieras (bancos, financieras y empresas de seguros) que han sido históricamente los principales canales de provisión de servicios financieros en el país. Coincidente con las crisis bancarias iniciadas a mediados de los noventa y finalizadas en 2003, se observa un retroceso del subíndice en este periodo. Sin embargo, el fortalecimiento de la regulación y supervisión, así como las mejores condiciones macroeconómicas, han permitido una evolución favorable del mismo en el periodo más reciente.

Gráfico 8
Subíndice de desarrollo de instituciones financieras

Promedio por décadas



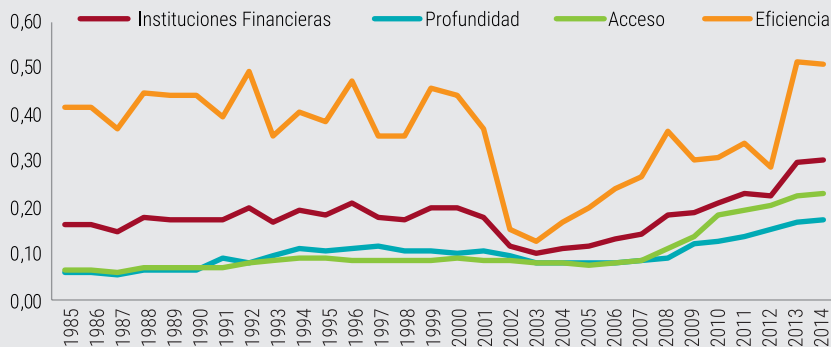
Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

Desagregando el subíndice IF, se comprueba que el componente de eficiencia es el que muestra un mayor valor y un mejor dinamismo luego de las crisis bancarias de los noventa. Este incremento reciente se explica en gran parte por el comportamiento de indicadores claves de rentabilidad de las instituciones financieras (GRÁFICO 9). Así, el ROA y el ROE, que se ubicaban respectivamente en 0,6 % y 6,1 % en el 2003, alcanzaron 2,4 % y 28,3 % a finales del 2014. Se observa también una fuerte disminución del cociente costos generales sobre activo (que pasa del 27,4 % al 3,6 % en ese mismo periodo) y una reducción en los diferenciales de tasas de interés (en torno a 20 puntos porcentuales desde el 2003).

Por su parte, el componente de acceso avanzó desde el 2008 por el incremento de la cantidad de sucursales y de cajeros automáticos. Estos últimos se han duplicado al 2014. Igualmente, el componente de profundidad ha mejorado sustancialmente, impulsado por el crecimiento del activo de las instituciones financieras. Al respecto, los créditos al sector privado pasaron de representar aproximadamente 15 % del PIB en 2003 a 49 % del PIB en 2014.

Gráfico 9

Subíndice de desarrollo de instituciones financieras y sus componentes en Paraguay



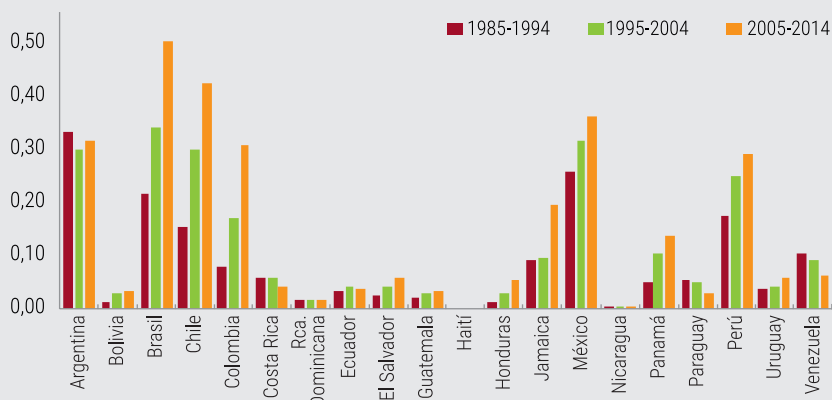
Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

Con referencia al subíndice de desarrollo del mercado financiero (MF), Brasil, Chile y México muestran los mayores valores en la región y, además, han registrado un importante progreso entre 2005 y 2014. Le siguen Argentina, cuyo nivel de desarrollo muestra un descenso marginal en las últimas décadas, y Colombia, que por el contrario se ha expandido significativamente. Por su parte, Paraguay se encuentra entre los países con menor desarrollo del mercado de acciones y bonos en ALC. Este menor desarrollo relativo tiene directa relación con su reciente creación, en 1977. Ese año, países de la región como Argentina, Brasil, Chile, Perú y Uruguay llevaban ya más de cien años de actividad (GRÁFICO 10).

Gráfico 10

Subíndice de desarrollo del mercado financiero

Promedio por décadas

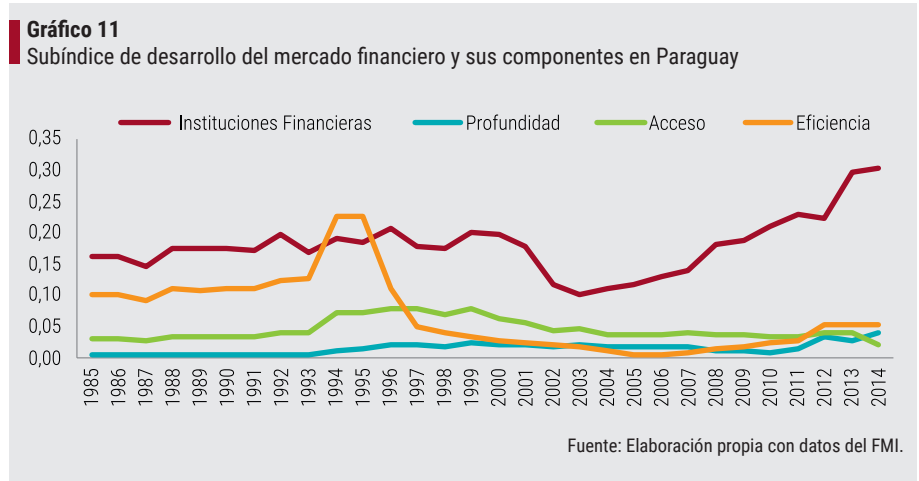


Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

Al observar la dinámica de este subíndice en Paraguay, se pueden notar dos particularidades (GRÁFICO 11). La primera es que, en todo el periodo considerado, los valores son relativamente bajos. La segunda es que, antes del 2000, los valores son superiores al registrado en el periodo más reciente. Esto no significa necesariamente que el nivel de desarrollo del mercado de capitales haya disminuido, sino que, al ser un índice relativo por construcción, se ve afectado por la evolución de los indicadores de 180 países y no solo por las características propias del mercado de valores paraguayo.

No obstante, se observa a principios de los años noventa aumentos del subíndice MF asociados con el inicio, en 1993, de las operaciones bursátiles de la Bolsa de Valores y Productos de Asunción (BVPASA) con los incentivos fiscales otorgados por el Gobierno en 1995⁹ y con la nueva Ley del Mercado de Valores en 1998. A inicios del nuevo siglo, el hecho positivo más relevante fue la implementación del sistema electrónico de negociación de valores.

A pesar de estos avances, no puede negarse que el mercado de capitales en Paraguay se encuentra subdesarrollado, tanto en términos de acceso como de profundidad y eficiencia. Así, en cuanto al acceso, son muy pocas empresas las que cotizan en la bolsa de valores (específicamente, existían 70 sociedades emisoras a finales del 2014). En lo referente a profundidad, las operaciones bursátiles representaron menos del 1 % del PIB y la capitalización de mercado era equivalente a solo 5 % del PIB ese mismo año. Por último, respecto a eficiencia, según el Banco Mundial, el coeficiente de rotación (es decir, el cociente entre el número de acciones transadas y circulantes) alcanzaba solo 5 % en 2012.

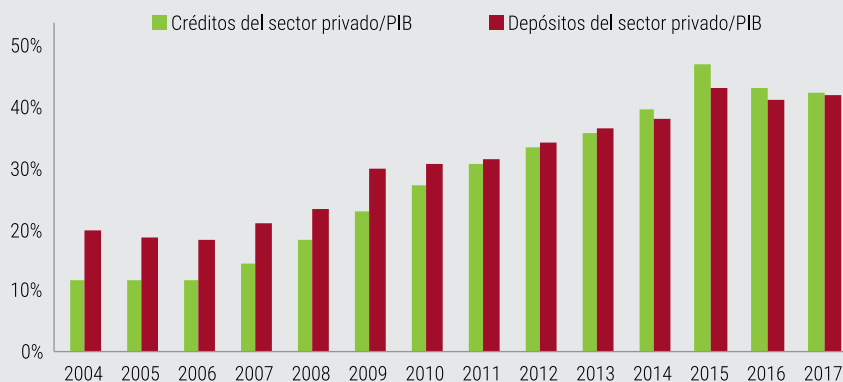


9 La Ley 548/1995 redujo la tasa de impuesto a la renta del 30 % al 10 % a aquellas empresas que inscribieran sus acciones emitidas en la BVPASA. De este modo, los incentivos fiscales otorgados contribuyeron al incremento tanto de la cantidad de empresas que cotizaban en bolsa como del volumen de negociación.

¿Es posible un mayor desarrollo financiero en Paraguay?

Como se ha mencionado anteriormente, el grado de desarrollo del sector financiero paraguayo es bajo, inclusive para estándares regionales. Cuando se analiza la evolución del subíndice de desarrollo de instituciones financieras, se puede ver que existieron avances importantes durante la última década. De hecho, uno de los indicadores más relevantes de dicho índice (el ratio de crédito al sector privado sobre PIB) se incrementó de poco más del 10 % en 2004 a alrededor del 40 % en 2017 (GRÁFICO 12). Este rápido crecimiento del crédito, ¿refleja un desarrollo (o una mayor profundización) del relativamente débil mercado crediticio del Paraguay a inicios del nuevo siglo o es un caso típico de *boom* crediticio insostenible? Adicionalmente, ¿son los niveles actuales de desarrollo financiero inusualmente bajos o los mismos son coherentes con los fundamentos macroeconómicos del país? Las respuestas a estas interrogantes serán fundamentales para evaluar los méritos y potenciales riesgos de futuras expansiones del sector financiero.

Gráfico 12
Grado de profundización financiera

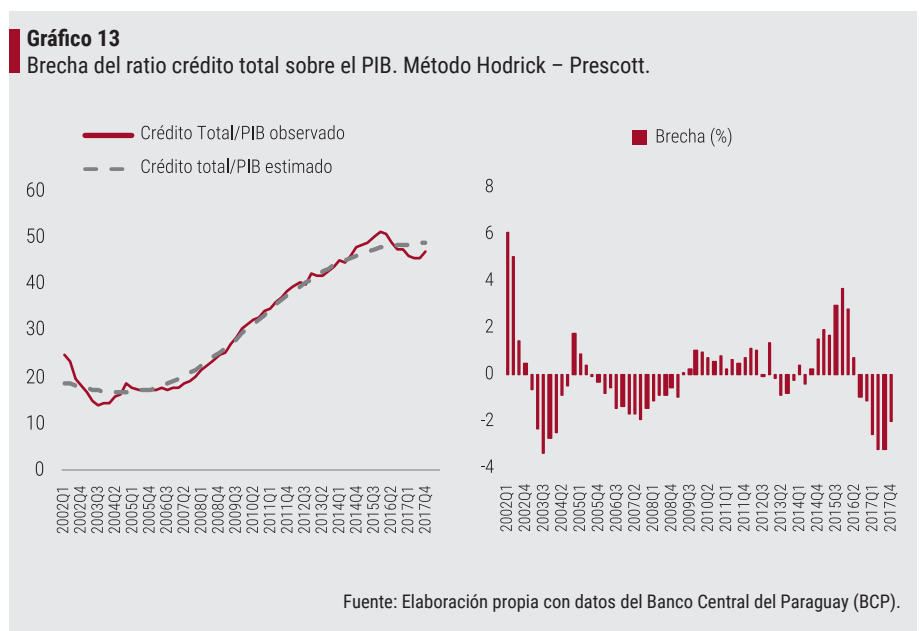


Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial.

El desarrollo del mercado crediticio, a través de la profundización financiera, puede ayudar a incrementar el ingreso per cápita de un país. Sin embargo, un rápido crecimiento del crédito puede suponer riesgos para la estabilidad macroeconómica y financiera de una economía. Una expansión desmesurada puede comprometer la estabilidad macroeconómica al ocasionar un empuje de la demanda doméstica por encima del producto potencial, causando un sobrecalentamiento de la economía. Además, el rápido crecimiento del crédito, puede tener efectos

adversos directos sobre la estabilidad financiera al originar vulnerabilidades en el balance de los bancos. De hecho, fuertes aumentos en la concesión de créditos son buenos predictores de crisis financieras o bancarias (Friedman, 1986; Gourinchas y Obstfeld, 2012; Jordà, Schularick y Taylor, 2010).

La identificación *ex ante* de periodos con crecimiento excesivo del crédito no es tarea sencilla. Episodios de crecimiento significativo del crédito bancario pueden ser beneficiosos si ellos reflejan procesos de profundización del sistema financiero o choques de productividad. Por lo general, los desequilibrios financieros se manifiestan en brechas positivas y significativas, con respecto a su tendencia de largo plazo, de alguna variable relevante. Siguiendo el enfoque propuesto por Borio y Lowe (2002), se calcula para Paraguay la brecha del cociente crédito al sector privado sobre PIB, utilizando el filtro Hodrick-Prescott (HP) para calcular la tendencia de largo plazo de la serie.

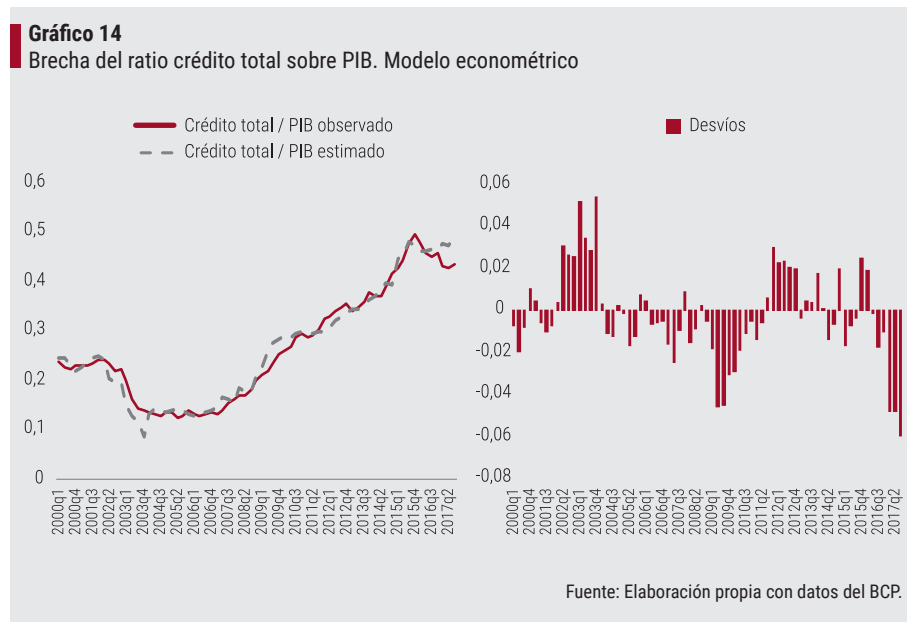


Puede observarse que para algunos periodos existieron brechas significativas en la razón crédito sobre PIB (GRÁFICO 13), si bien dicha brecha ha desaparecido durante el periodo más reciente. Parte importante de la misma está explicada por el fuerte dinamismo del crédito al sector agrícola (el cual tuvo incrementos significativos en coincidencia con el reciente *boom* en el precio de las materias primas), al comercio mayorista y al consumo. Con respecto a los otros tipos de créditos, los mismos parecieran haberse comportado de manera menos exuberante y más coincidente con su tendencia de largo plazo.

Los resultados encontrados deben tomarse con cuidado, dadas las limitaciones conocidas de utilizar el filtro HP. Por tanto, para complementar el análisis, se sigue la metodología propuesta por Hansen y Sullá (2013) de estimar un modelo econométrico base. Estos autores estiman la relación de largo plazo entre el ratio de crédito a PIB y un grupo de variables económicas y financieras. Las variables explicativas utilizadas fueron las sugeridas por la literatura relevante: ingreso per cápita ajustado por paridad de poder de compra, depósitos como porcentaje del PIB, capital bancario como porcentaje del PIB, financiamiento externo de los bancos como porcentaje del PIB y concentración del sector bancario.

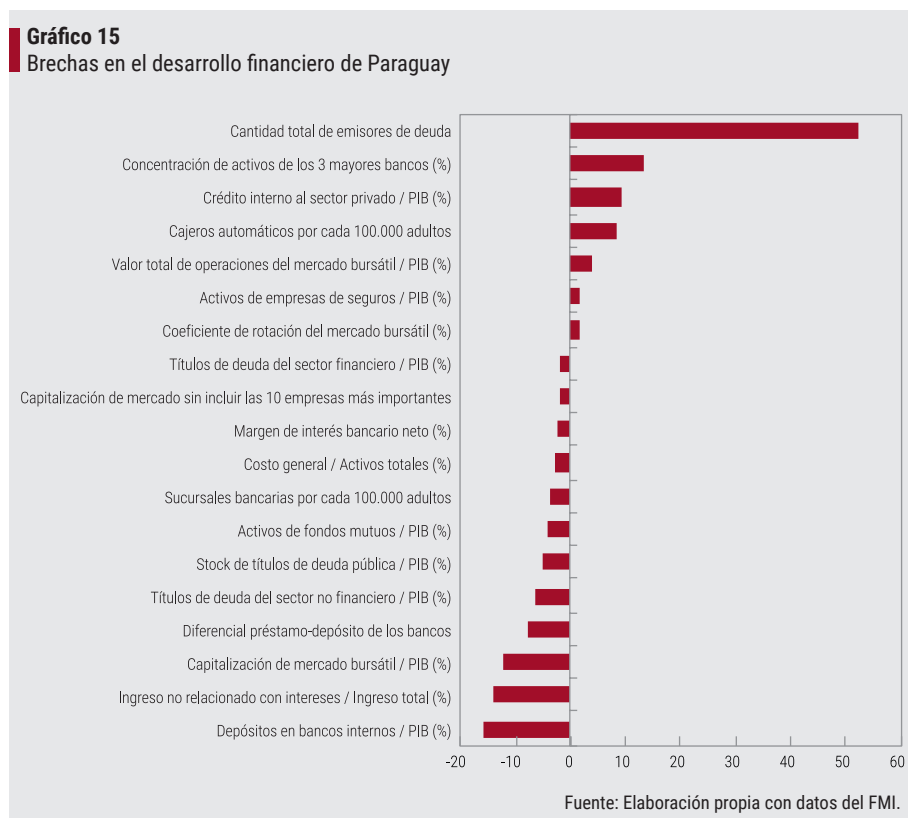
Utilizando los coeficientes de largo plazo estimados, se realiza una comparación entre el nivel observado del crédito y el nivel predicho por el modelo. Se usa entonces esta brecha como indicador de alerta para identificar episodios de crecimiento *excesivo* del crédito (GRÁFICO 14).¹⁰

Definiendo un *boom* crediticio a un periodo de desviaciones positivas sucesivas de tres trimestres o más, identificamos en los datos de Paraguay tres periodos de auge. El primero ocurrió entre 2000-Q3 y 2003-Q1; el segundo, entre el 2011-Q2 y 2012-Q4; y el tercero, entre 2014-Q4 y 2015-Q4. No obstante, las desviaciones con respecto a las tendencias no han sido muy significativas y representaron menos del uno por ciento del PIB, con excepción del último episodio. Nuevamente, los resultados muestran que la brecha se ha revertido durante el periodo más reciente.



10 Otros trabajos similares son Kiss y otros (2006), Egert y otros (2006), Courdet y Pouvelle (2010), Herman y Klemm (2017).

Finalmente, analizamos la dinámica del índice de desarrollo financiero (DF) de Paraguay presentado anteriormente. A pesar del progreso reciente, el país continúa ubicándose por debajo de los niveles observados en otras economías de la región, no solo en el índice global sino igualmente en los diferentes subíndices. Pero una simple comparación con los demás países no toma en cuenta las diferencias existentes en las condiciones macroeconómicas de los mismos. Por tanto, utilizando los resultados encontrados por Heng et al. (2016), se calcula la brecha del desarrollo financiero para Paraguay (GRÁFICO 15).



Similar al ejercicio anterior, esta brecha se estima como la diferencia entre el valor observado del IDF con respecto a la proyección de un modelo econométrico basado en los fundamentos económicos de un determinado país, tales como ingreso per cápita, tamaño del gobierno y estabilidad macroeconómica. Los resultados sugieren que el desarrollo financiero del Paraguay se encuentra, en la gran mayoría de los indicadores, por debajo de lo esperado de acuerdo con sus fundamentos macroeconómicos (i.e. existe un gap negativo). Es decir, Paraguay aún no ha alcanzado los niveles de desarrollo financiero institucional y de mercado que le permitiría lograr los máximos beneficios de crecimiento y estabilidad.

La revolución *fintech*

En un país donde solo el 29 % de adultos tiene cuenta en una institución financiera formal mientras que el 96 % de los hogares posee telefonía móvil, la billetera electrónica y giros de dinero utilizando el teléfono celular representan una oportunidad única para avanzar en la importante tarea de inclusión financiera en nuestro país (GRÁFICO 16). En muchas economías, los medios de pago electrónico (MPE) representan el canal sencillo e idóneo para promover la inserción financiera de las personas actualmente excluidas de estos servicios. Los MPE se constituyen así en la puerta de entrada para que la población pueda beneficiarse de una amplia gama de servicios financieros, adecuados a sus necesidades y a la financiación de sus actividades productivas.



Los avances digitales de las últimas décadas condujeron al surgimiento de muchas iniciativas que, utilizando la tecnología, están transformando radicalmente las finanzas. La billetera electrónica es solo un ejemplo de esta nueva dinámica. Más específicamente, *fintech* representa la innovación de los servicios financieros tradicionales y consiste en la aplicación de la tecnología en el diseño o la distribución de servicios y productos financieros. La pregunta es: ¿cómo va a responder la banca tradicional a este nuevo reto? ¿Serán las *fintech* una competencia o un complemento de la banca tradicional?

|| Oportunidades y riesgos

Ahora bien, ¿por qué es necesario aplicar la tecnología al sector financiero? La respuesta es que de este modo se genera la posibilidad de avanzar en aspectos claves de toda economía. En 2017 fue publicado un documento sobre las implicancias del uso de servicios financieros basados en tecnología financiera (Basel Committee on Banking Supervision, 2017). Este documento indica que debido a ello existe una mejora general en la experiencia de los clientes y menciona los siguientes beneficios:

- a) Mayor inclusión financiera: debido a que ofrecen la oportunidad de ampliar rápidamente el acceso de más personas a los servicios financieros mediante teléfonos móviles, puntos de venta minoristas y otros puntos de acceso, inclusive en territorios alejados.
- b) Servicios orientados a las necesidades de los clientes: las estrategias de colaboración entre la banca tradicional y las empresas *fintech* ayudan a la industria bancaria a mejorar la oferta de servicios, orientándose de esta forma a resolver las necesidades de los clientes.
- c) Menores costos de transacción y servicios bancarios más rápidos: las innovaciones desarrolladas por las empresas *fintech* permiten que el sector bancario provea a sus clientes de servicios más ágiles, menos costosos y, en general, más eficientes.
- d) Fortalece la estabilidad financiera debido a una mayor competencia: la división del mercado en la provisión de servicios financieros resultante de la entrada de nuevos actores que compiten con los bancos tradicionales permite reducir el riesgo asociado a las entidades sistémicas.
- e) Tecnología regulatoria (*regtech*): luego de la crisis financiera, se ha generado un importante incremento de los requerimientos de información por parte de las autoridades regulatorias. Por ello, un grupo creciente de empresas usan la tecnología para ayudar a las instituciones financieras a cumplir con las regulaciones de manera eficiente y económica.

Estos desarrollos tecnológicos están revolucionando rápidamente el sector de servicios financieros a nivel mundial, contribuyendo al progreso de las economías. Pero, a su vez, están generando nuevos riesgos (TABLA 1). Por ejemplo, el aumento de la competencia de las *fintech* puede presionar a la baja la rentabilidad de los bancos al hacer posible prescindir de intermediarios financieros tradicionales. Igualmente, las monedas digitales ocultan la identidad de individuos que pueden utilizar dichas tecnologías para financiar actividades ilegales. Esto dificulta la tarea de instituciones especializadas en la lucha contra el lavado de dinero.

Tabla 1
Riesgos derivados de las tecnologías financieras y la innovación

Sector	Riesgos
Consumidores	Privacidad de datos Seguridad de datos Discontinuidad de los servicios bancarios Prácticas de marketing inapropiadas
Sistema financiero	Riesgos estratégicos y de rentabilidad Riesgo operacional – sistémico e idiosincrásico Riesgo de lavado de dinero y financiación del terrorismo Riesgo de cumplimiento, incluida la falta de protección de los consumidores y regulación de la protección de datos Riesgo de gestión de terceros Riesgo cibernético Riesgo de liquidez y volatilidad de las fuentes de financiamiento bancario

Fuente: Basel Committee on Banking Supervision (2017).

II Las *fintech* y el BCP

En el BCP somos conscientes de los múltiples beneficios que brindan las *fintech*, pero también de sus potenciales problemas. Nuestro principal desafío es cumplir con los objetivos institucionales sin obstaculizar la innovación tecnológica en el sector financiero. Por ello se han emitido regulaciones e impulsado proyectos que promuevan la innovación y que, al mismo tiempo, sean consistentes con nuestras metas de estabilidad e inclusión financiera.

Así, en el 2014 se ha reglamentado el funcionamiento de las entidades de medio de pago electrónico (EMPE), iniciándose así la regulación del dinero electrónico y de las transferencias electrónicas no bancarias. Existen hoy cerca de 2 millones de cuentas habilitadas para realizar este tipo de transferencias y, en el 2016, se efectuaron más de 40 millones de operaciones, por un valor de USD 130 millones. Este es un caso claro de cómo el BCP avanza en su objetivo de inclusión financiera y facilita la utilización de innovaciones tecnológicas.

Otro ejemplo es la regulación de las cuentas básicas de ahorro emitida en el 2013, que permite habilitar cuentas sin la presencia física del solicitante (vía teléfono móvil, banca móvil u otro medio tecnológico) y establece requisitos mínimos para la apertura. Lógicamente estas cuentas están destinadas a clientes considerados de bajo riesgo en términos de lavado de dinero. En la actualidad, ya fueron habilitadas poco más de 300 mil de ellas.

Por último, un avance muy importante fue el proyecto del Sistema de Pagos y Liquidación de Valores del Paraguay (SIPAP), que consiste en una red de comu-

nicaciones en línea entre el BCP y las instituciones financieras, en un entorno de alta seguridad y confiabilidad. Gracias al SIPAP, las transacciones bancarias se han agilizado y se ha logrado que las transferencias de dinero entre usuarios sean en tiempo real, al tiempo que disminuyeron los costos operacionales y aumentó la seguridad. En el 2016, se realizaron casi un millón de operaciones y por un monto cercano al 95 % del PIB.

II El papel de la regulación

Como se ha mencionado, los avances de la tecnología generan grandes oportunidades para nuestras economías, pero existen riesgos que no podemos ni debemos ignorar. Algunas de las vulnerabilidades de la aplicación de las tecnologías a las finanzas son bien conocidas. Por el lado del consumidor, estas incluyen la violación de la privacidad derivada del robo de datos, el fraude electrónico y la falta de redes de protección, como las garantías de depósitos cuando se negocia con instituciones no bancarias o proveedores no controlados.

No es tarea sencilla regular los servicios y productos financieros cuya plataforma es la digital. Podrían existir empresas que presten algunos servicios típicamente ofrecidos por el sistema financiero tradicional pero sin estar sujetas a las normas existentes. Además, los productos digitales de las *fintech* no pueden contenerse dentro de las fronteras nacionales, por tanto, su regulación necesita de una coordinación internacional.

El proceso de innovación trae consigo modelos, actores y canales que vuelven mucho menos efectiva la regulación financiera tradicional. En la actualidad, nadie sabe exactamente cuáles son las mejores prácticas para este naciente segmento, de manera que necesariamente el diseño de las regulaciones será un proceso experimental y dinámico. Es importante el diálogo entre los diferentes actores y el análisis de las lecciones aprendidas en otros países a efectos de preparar una regulación adecuada.

Según Rojas (2016), en América Latina no existe un marco regulatorio estándar sobre el tema y cada país tiene su propia regulación según sea el tipo de servicios que se brinda. Los enfoques que pueden adoptar los diferentes reguladores a los efectos de promover los servicios prestados por las empresas *fintech* podrían clasificarse en tres clases: activos, pasivos y restrictivos (TABLA 2). Estas empresas nacieron sin regulaciones y, poco a poco, los países han creado enfoques regulatorios distintos, algunos más dirigidos en la prevención del riesgo, y otros tratando de apoyar el crecimiento del sector. Del equilibrio que se alcance entre la prevención del riesgo y la promoción de las innovaciones dependerá si las regulaciones se convierten en un factor restrictivo o facilitador de la revolución tecnológica en el campo de las finanzas.

Tabla 2
Enfoques de regulación de las *fintech*

Enfoque activo	Enfoque pasivo	Enfoque restrictivo
<p>Los organismos reguladores trabajan en colaboración con las <i>fintech</i> para entender los nuevos desarrollos y los próximos obstáculos. Utilizado por Reino Unido y Unión Europea.</p>	<p>Los organismos reguladores no tienen un papel activo para ayudar al desarrollo de las <i>fintech</i>, pero tampoco se interponen en su camino. Enfoque utilizado por Alemania.</p>	<p>Los organismos reguladores adoptan este enfoque cuando existe aversión al riesgo de desarrollo de las tecnologías de las <i>fintech</i>. Enfoque utilizado por Estados Unidos.</p>

Fuente: Rojas (2016).

Otros organismos destacan que la regulación de las *fintech* debería enfocarse en la protección al cliente, en la prevención del lavado de dinero y en evitar que ellas representen un peligro de riesgo sistémico. Para los países emergentes, el tema de riesgo sistémico es mínimo ya que el ecosistema es muy pequeño, pero hay que preverlo para el futuro. Pero para todos los países cobra importancia la protección al consumidor, a fin de evitar estafas que vayan finalmente contra el propio ecosistema, así como la prevención de las actividades ilegales o de lavado de dinero.

Por su parte, las instituciones tradicionales deberían incorporar los adelantos tecnológicos a su operatividad diaria, para beneficio de sus clientes y para volverse competitivas en el nuevo escenario. En pleno siglo XXI, las inversiones en innovación ya no son una opción, sino una obligación. Quien no lo haga se quedará atrás y tenderá a desaparecer. Blockbuster, que fue una gigantesca tienda de alquiler de videos en los Estados Unidos, no pudo adaptarse a los avances tecnológicos, quebró y fue reemplazada por Netflix.

Finalmente, las *fintech* representan una tendencia global catalizadora de progreso tecnológico y desarrollo financiero y económico. Su proyección global dificulta su reversión; es una fuerza que llega al Paraguay para quedarse y crecer. Pero como toda innovación tecnológica, crea ganadores y perdedores, generando en el camino descontento por parte de agentes que integran el *statu quo* y son adversos al cambio. El principal desafío para los reguladores será encontrar un balance para aprovechar los beneficios de esta tecnología financiera, minimizando sus riesgos y evitando asfixiar la innovación.

Conclusiones y recomendaciones de política

Una vasta literatura teórica y empírica muestra que el desarrollo del sistema financiero tiene un sinnúmero de beneficios: moviliza el ahorro, promueve un mayor intercambio de información, mejora la asignación de recursos y facilita la diversificación de riesgos. Estos trabajos destacan que un mayor desarrollo financiero aumenta la resiliencia de las economías y estimula el crecimiento de las mismas. No obstante, los efectos positivos no serían lineales. Como demuestran nuevas investigaciones, pareciera existir un punto de inflexión a partir del cual los beneficios al crecimiento económico disminuyen y los costos, en términos de volatilidad económica financiera, aumentan.

El sistema financiero paraguayo se ha profundizado en los últimos años, pero sigue relativamente rezagado respecto a otras economías de la región, principalmente en lo relacionado con el mercado de valores. Nuestra economía no ha llegado al punto de inflexión a partir del cual el crecimiento marginal de los dividendos provenientes de un desarrollo financiero adicional se vuelve negativo. Es decir, se sitúa en la región de la curva en forma de *U* invertida, relativamente segura y promotora del crecimiento económico. Aún más importante, Paraguay presenta brechas de desarrollo financiero respecto a los niveles que implican sus sólidos fundamentos macroeconómicos.

Entonces, ¿qué deberíamos hacer en Paraguay para lograr un mayor desarrollo financiero? La experiencia indica que las políticas para potenciar el sector deberían adaptarse a las circunstancias propias de las diferentes economías y, principalmente, apuntar a eliminar brechas de desarrollo cuando ellas existan. Es decir, no existe una receta única y aplicable a todos los países. No obstante, debe evitarse un ritmo demasiado rápido de desarrollo financiero. Cuando este avanza muy vertiginosamente, puede generar inestabilidad económica y financiera, en especial si la regulación y la supervisión no logran mantener el mismo ritmo. Muchas de las costosas crisis bancarias del pasado que han afectado a países de la región, incluyendo al Paraguay, tuvieron su origen en un crecimiento desmesurado del sector financiero que no era coherente con la supervisión existente.

Mishkin (2007) y Laeven (2014) resaltan algunos elementos para lograr un sistema financiero en buen funcionamiento: derechos de propiedad sólidos, sistema jurídico eficiente, baja incidencia de la corrupción, nivel suficiente de información financiera, buena gobernanza corporativa, buena regulación prudencial y supervisión del sistema bancario. Con respecto a este último elemento, es fundamental que las políticas apunten a consolidar la credibilidad, seguridad y estabilidad de los sistemas financieros, maximizando los beneficios de un mayor desarrollo al tiempo que se minimizan sus riesgos. En particular, es importante que los marcos legales de regulación y supervisión tengan suficiente flexibilidad para abordar los desafíos futuros derivados de un mayor desarrollo financiero.

Un punto importante es que el menor impacto sobre el crecimiento a niveles más altos del desarrollo financiero proviene de una *excesiva* profundización financiera. Contrariamente, mejoras en el acceso o la eficiencia son benéficas sin importar el nivel de desarrollo alcanzado. En Paraguay y en la región, se han registrado muchos avances en materia de inclusión financiera, pero quedan aún numerosos desafíos. Para seguir avanzando se debe crear un marco regulatorio propicio. Además, es importante fomentar la competencia, permitiendo a las instituciones bancarias y no bancarias innovar y ampliar el acceso a los servicios financieros. Sin embargo, la creación de este entorno innovador y competitivo debe estar acompañada de regulaciones y medidas de protección al consumidor para asegurar la prestación responsable de los servicios financieros.

Las *fintech* han sido (y serán) fundamentales para que poblaciones difíciles de alcanzar y las pequeñas empresas tengan acceso a servicios financieros a costos más bajos y con menores niveles de riesgo. Un verdadero reto para los hacedores de política será plantear una propuesta regulatoria en este campo que busque compatibilizar, o al menos coordinar, los objetivos de: promoción de la innovación tecnológica, preservación de la solidez y estabilidad del mercado financiero, y protección a los consumidores. Se trata entonces de buscar un punto de equilibrio que permita otorgar flexibilidad a las *fintech* para que sigan innovando y ayudando a la inclusión financiera, pero sin comprometer los intereses del público.

El Paraguay es actualmente uno de los países de mayor crecimiento en la región. Sus logros en materia de política macroeconómica son conocidos y reconocidos en el exterior. Pero no olvidemos que hace solo veinte años, en 1995, se iniciaba una crisis bancaria sin precedentes que para algunas estimaciones tuvo un costo equivalente al 50 % del PIB. Desde entonces, el sistema financiero se ha recuperado y su papel ha sido fundamental para los avances que se han dado. El desafío ahora es implementar políticas adecuadas y previsoras para asegurar que el ritmo de desarrollo financiero continúe sostenible y para garantizar que la regulación y supervisión acompañen de manera consistente dicha evolución. La estabilidad macroeconómica y financiera actual hace que la coyuntura sea más que propicia para seguir fortaleciendo un sector que ha sido y será crucial para canalizar el ahorro nacional hacia los sectores más productivos. Recordemos el consejo del poeta romano Horacio: *Carpe diem*.

Referencias bibliográficas

- Aghion, P., & Bolton, P. (1997). A Theory of Trickle-Down Growth and Development. *The Review of Economic Studies*, 64(2), 151-172.
- Arcand, J.-L., Berkes, E., & Panizza, U. (2012). *Too Much Finance?* Washington DC: IMF Working Paper No. 12/161.
- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: A Description of the Money Market*. London: Henry S. King and Co.
- Banerjee, A., & Newman, A. (1993). Occupational Choice and the Process of Development. *The Journal of Political Economy*, 101(2), 274-298.
- Basel Committee on Banking Supervision (2017). *Sound Practices: Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*. Bank for International Settlements.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A., & Levine, R. (2004). *Finance, Inequality, and Poverty: Cross-Country Evidence*. Cambridge: NBER Working Paper No. 10979.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A., & Martinez, M. (2007). Reaching out: Access to and use of banking services across countries. *Journal of Financial Economics*, 85(1), 234-266.
- Borio, C., & Lowe, P. (2013). Credit Growth in Latin America: Financial Development or Credit Boom? *International Monetary Fund Working Papers N° 13-106*.
- Cámara, N., & Tuesta, D. (2014). *Measuring Financial Inclusion: A Multidimensional Index*. Madrid: BBVA Research Working Paper Nro 14/26 .
- Cameron, R. (1972). *Banking and Economic Development: Some Lessons of History*. New York and London: Oxford University Press.
- Cechetti, S., & Kharroubi, E. (2012). *Reassessing the impact of finance on growth - BIS Working Paper No. 381*. Bank for International Settlements.
- Clarke, G., Xu, L., & Zou, H. (2003). Finance and Income Inequality: Test of Alternative Theories. *WB Policy Research Working Paper N° 2984*.
- Datt, G., & Ravallion, M. (1992). Growth and Redistribution Components of Changes in Poverty Measures: A Decomposition with Applications to Brazil and India in the 1980s. *Journal of Development Economics*, 38(2), 275-295.
- Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2009). *Finance and Inequality: Theory and Evidence*. Washington DC: World Bank Policy Research Working Paper 4967.
- Egert, B., Backe, P., & Zumer, T. (2006). Credit Growth in Central and Eastern Europe. New (Over)Shooting Stars? *ECB Working Paper Series, No. 687*.
- Friedman, B. (1986). Increasing Indebtedness and Financial Stability in the United States. *NBER Working Paper No. w2072*.
- Galor, O., & Tsiddon, D. (1996). Income Distribution and Growth: The Kuznets Hypothesis Revisited. *Economica*, 63(250), 103-117.
- Galor, O., & Zeira, J. (1993). Income Distribution and Macroeconomics. *The Review of Economic Studies*, 60(1), 35-52.
- Gerschenkron, A. (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*. Cambridge: The Belknap Press of Harvard University.
- Goldsmith, R. (1969). *Financial Structure and Development*. Yale University Press. New Haven.
- Gourinchas, P.-O., & Obstfeld, M. (2012). Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 226-265.
- Greenwood, J., Sanchez, J., & Wang, C. (2010). Financing Development: The Role of Information Costs. *American Economic Review*, 100(4), 1875-1891.

- Hamilton, A. (1791). *Nacional Bank. The Works of Alexander Hamilton (Federal Edition)*. Vol 3. New York: Lodge, Henry Cabot.
- Hansen, N.-J., & Sullá, O. (2013). *Credit Growth in Latin America: Financial Development or credit boom? IMF WP Nro. 13/106*. Washington DC: International Monetary Fund.
- Heng, D., Ivanova, A., & Mariscal, R. (2016). *Advancing Financial Development in Latin America and the Caribbean*. Washington DC: IMF Working Paper No. 16/81.
- Herman, A., & Klemm, A. (2017). *Financial Deepening in Mexico*. Washington DC: IMF Working Paper No. 17/19.
- Hicks, J. (1969). *A Theory of Economic History*. Clarendon Press, Oxford.
- Honohan, P. (2004). *Financial Development, Growth, and Poverty : How Close are the Links? World Bank. Working Paper N° 3203*.
- Jordà, Ò., Schularick, M., & Taylor, A. M. (2010). *Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 Years of Lessons. NBER Working Paper No. 16567*.
- Kakwani, N., & Pernia, E. M. (2000). *What is Pro-poor Growth? Asian Development Review, 18(2), 1-16*.
- King, R., & Levine, R. (1993). *Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence. Journal of Monetary Economics, 513-542*.
- Kiss, G., Nagy, M., & Vonnack, B. (2006). *Credit Growth in Central and Eastern Europe: Convergence or Boom? Magyar Nemzeti Bank. Working Paper 2006/10 Budapest: Central Bank of Hungary*.
- Laeven, L. (2014). *The Development of Local Capital Markets: Rationale and Challenges. International Monetary Fund. Working Paper N°14*.
- Levine, R. (2005). *Finance and Growth: Theory and Evidence. En Handbook of Economic Growth (págs. 865-934)*. Amsterdam: Elsevier.
- Levine, R., & Zervos, S. (1998). *Stock Markets, Banks and Economic Growth. American Economic Review, 88, pp. 357-558*.
- Levine, R., Loayza, N., & Beck, T. (2000). *Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. Journal of Monetary Economics, 46, pp. 31-77*.
- Li, H., Squire, L., & Zou, H.-f. (1998). *Explaining International and Intertemporal Variations in Income Inequality. The Economic Journal, Vol. 108, N° 446, 26-43*.
- Mishkin, F. (2007). *Housing and the Monetary Transmission Mechanism. Federal Reserve Board, Washington, D.C.*
- Perotti, R. (1993). *Political Equilibrium, Income Distribution, and Growth. Review of Economic Studies, 60(4), 755-776*.
- Rojas, L. (2016). *La revolución de las empresas FinTech y el futuro de la Banca. Disrupción tecnológica en el sector financiero*. Corporación Andina de Fomento. Obtenido de <http://scioteca.caf.com/bitstream/handle/123456789/976/FOLLETO%20N24%20VFINAL.pdf>
- Sahay, R., Čihák, M., N'Diaye, P., Barajas, A., Bi, R., Ayala, D., . . . Yousefi, S. (2015). *Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets*. Washington DC: International Monetary Fund SDN No. 15/08.
- Schumpeter, J. (1934). *The Theory of Economic Development*. Harvard University Press, Cambridge.
- Svirydzhenka, K. (2016). *Introducing a New Broad-based Index of Financial Development*. Washington DC: IMF Working Paper No.16/5.



PARTE 2

La agenda pendiente



Vademécum normativo de prioridades y su incidencia en un ámbito financiero cambiante ¿Qué hay de nuevo y qué se viene?

Ernesto Velázquez Argaña

El autor agradece a Jorge Jiménez, Aldo Rodríguez, María Elena Acevedo, Horacio Cudas, Ana Laura Vera, Maurizio de Oliveira, Diego Cruz y César Carvallo por la valiosa contribución para la elaboración de este capítulo.

Introducción

La sociedad actual se encuentra inmersa en una revolución tecnológica que la está transformando profundamente en la que puede ser denominada *sociedad digital*. Debido a este hecho irreversible, emergen nuevos paradigmas que aceleradamente están siendo absorbidos por gran parte de la comunidad global, y a los cuales todos los habitantes del mundo deberán ir adaptándose. Algunos autores argumentan que estamos en presencia del desarrollo de una cuarta revolución industrial, caracterizada por la incidencia de la tecnología digital y de las telecomunicaciones en todos los aspectos de la sociedad. Schwab (2017) afirma:

Esta Cuarta Revolución Industrial es [...] fundamentalmente diferente. Está caracterizada por una variedad de nuevas tecnologías que están fusionando los mundos físico, digital y tecnológico, impactando en todas las disciplinas, economías e industrias, y aun retando las ideas acerca de qué significa ser un humano.

Este nuevo escenario afecta notablemente todos los aspectos del quehacer humano pues genera nuevos hábitos y modifica la vida cotidiana de las personas, en los ámbitos público y privado.

El sector financiero no está ajeno a esta realidad. En los últimos años se ha dado un avance extraordinario en la innovación tecnológica aplicada a las finanzas y a los servicios financieros que ha traído consigo la emergencia de nuevos negocios y actores conocidos como *fnntech*, los cuales, por sus particularidades y complejidades, plantean la disyuntiva de si estas innovaciones deben entregarse libremente al mercado con la menor intervención estatal posible o si, por el contrario, deberían ser reguladas.

A pesar de los cambios profundos derivados de la tecnología digital, el mundo no pudo evitar una gran crisis financiera en el 2008. Esta crisis no se debió precisamente a la existencia de tecnologías disruptivas, sino que fue resultado de una regulación financiera insuficiente o inexistente, que dejó las riendas sueltas a los intereses espurios de referentes importantes del mundo de las finanzas.

Sin dudas, las innovaciones tecnológicas pueden apuntalar el fortalecimiento del sistema financiero y su supervisión. No obstante, la irrupción de la innovación tecnológica, particularmente en el ámbito financiero, muchas veces equivale a la prestación de servicios financieros no regulados por la banca central.

La incorporación de la tecnología digital en las finanzas contribuye, en forma decisiva, a la inclusión financiera. Por ello, resulta fundamental encontrar criterios de equilibrio y proporcionalidad con el fin de que la regulación de la materia permita esta inclusión, particularmente del sector más vulnerable de la población (Global Partnership for Financial Inclusion, 2016).

Atendiendo a la importante y sensible labor del sector financiero –custodia y manejo del ahorro del público– e independientemente de las facilidades y ventajas inherentes a las innovaciones tecnológicas, una supervisión financiera acorde a los más altos estándares internacionales es fundamental para el Banco Central del Paraguay (BCP).

Los estándares mencionados hacen referencia a criterios de prudencialidad y aversión al riesgo, contemplando asimismo la incidencia de los nuevos negocios en la estabilidad de los mercados financieros. Esta supervisión financiera 2.0., focalizada en riesgos –de allí su denominación *supervisión basada en riesgos* (SBR)–, busca la consolidación de la estabilidad financiera de los mercados, sin descuidar los aspectos de cumplimiento de normas de prevención de lavado de activos y contra el financiamiento del terrorismo (ALA/FT).

A fin de enfrentar los nuevos retos del mercado financiero, a nivel local se ha propiciado la modificación de las principales leyes financieras: la Ley 489/95 Orgánica del Banco Central del Paraguay y la Ley 861/96 General de Bancos y de otras Entidades Financieras. Sin embargo, son necesarias otras medidas para apuntalar el mercado financiero y el rol del BCP, tales como la modificación de la Ley de Resolución de Entidades Financieras y la Ley de Casas de Cambio; así también, la sanción de leyes que facilitarán y flexibilizarán el crédito, como la Ley de Bureau de Crédito, entre otras.

Además, resulta imprescindible el análisis y la aprobación de otras normativas para avanzar con el fortalecimiento de la sociedad y del sistema financiero. Es fundamental, entre estas, la sanción de la Ley de Administración de Pensiones, cuyo anteproyecto –en el momento de elaborar este capítulo– está siendo debatido en el Congreso Nacional.

Este conjunto de legislaciones forma parte de una serie de reformas estructurales que se viene llevando a cabo en el país. Dichas reformas se han constituido en el motor del crecimiento económico, necesarias para alcanzar el grado de inversión, el cual permitirá seguir contribuyendo al desarrollo económico nacional y, sobre todo, a mejorar la calidad de vida de los habitantes.

El presente capítulo abordará los principales avances en materia legislativa y regulatoria y señalará las leyes que aún son necesarias para lograr mayor eficiencia y seguridad en el sistema financiero, protegiendo los intereses de la sociedad, ante el nuevo panorama existente.

Hacia una supervisión basada en riesgos

A partir de la vigencia de la Ley 861/96, el BCP ha ejercido el mandato de supervisión del sistema financiero, impuesto en el Artículo 285 de la Constitución Nacional. El esquema de supervisión se concentró inicialmente en la verificación del cumplimiento normativo y contable de la regulación correspondiente por parte de las entidades financieras supervisadas.

El esquema tuvo aplicación hasta mediados del ejercicio 2007, cuando se decidió la migración hacia un sistema más preventivo con base en la mitigación de riesgos, focalizado en lograr el cumplimiento del objetivo principal de todo supervisor, que es la estabilidad del sistema financiero. Con este nuevo enfoque de supervisión, basado en riesgos, fueron fortalecidos los mecanismos de prevención de crisis bancarias, propendiéndose así a una mejor protección de los ahorros del público.

A estos efectos, el BCP inició a finales del 2007 los trabajos para la confección de los primeros indicadores de alertas basados en parámetros que incluían la calidad de activos, morosidad, previsiones, depósitos, rentabilidad y patrimonio (Resolución SB.SG. 0143 del 20.08.08).

Posteriormente, fue delineado y formalizado el proceso de supervisión (Resolución SB.SG. 0104 del 27.06.08), con la asistencia de técnicos del Fondo Monetario Internacional (FMI), quienes, además de haber colaborado en el perfeccionamiento de los indicadores mencionados, asesoraron en la elaboración de los modelos de informes destinados a recoger datos sobre las orientaciones de las operaciones de las entidades supervisadas (Resolución SB.SG. 0190 del 27.08.09 y Resolución SB.SG. 0191 del 27.08.09).

El nuevo enfoque de supervisión se sustenta en un complejo esquema de cuadrantes que permite agrupar las entidades financieras en cuatro categorías. Estos cuadrantes ponderan aspectos cualitativos y cuantitativos de las entidades supervisadas. Conforme a ello, la supervisión de campo (*in situ*) define los esfuerzos de supervisión a ser implementados en el ciclo (Resolución SB.SG. 0226 del 23.10.09).

El proceso de supervisión se vio igualmente fortalecido con la decisión de crear grupos de pares (*peer groups*), lo que permitió un análisis comparativo (*benchmarking*) entre instituciones de las mismas características, que llegó a conclusiones más acertadas. Este conjunto de medidas contribuyó enormemente a la implementación del nuevo enfoque de supervisión, focalizado en los riesgos que asumen las entidades financieras en el desarrollo de sus negocios.

Cabe destacar que en el último trimestre del 2010, el BCP recibió a una misión conjunta del Banco Mundial (BM) y del FMI, que tenía por objeto actualizar el Programa de Evaluación del Sector Financiero (FSAP por sus siglas en inglés) realizado en 2005. Antes de la visita, el BCP había remitido una autoevaluación con

un nivel de adecuación a los mencionados estándares del orden del 40 al 50 %. La misión mejoró ostensiblemente el nivel, elevándolo al 63 %.

A partir del reporte de resultados de la evaluación conjunta, fue diseñada una hoja de ruta contemplando todas las recomendaciones de los organismos internacionales, entre ellas, la actualización normativa de la Ley 489/95 Orgánica del Banco Central y la Ley 861/96 General de Bancos y Otras Entidades Financieras.

Asimismo, como muestra del compromiso social del BCP, fue desarrollada una estrategia de inclusión financiera –uno de los objetivos estratégicos de la institución–, a fin de incrementar el nivel de bancarización y transparencia. Se reglamentó la apertura de cuentas básicas de ahorro y la habilitación de corresponsales no bancarios. Esto permitió la bancarización de ciudadanos en los puntos más alejados del territorio nacional, así como la prestación de servicios financieros a quienes no contaban con facilidades para acceder a ellos (Resolución 25, Acta 51 del 18.07.13 y Resolución 1, Acta 70 del 22.11.11). Al 31 de diciembre de 2017 existían 435.929 cuentas básicas de ahorro habilitadas y 2.988 corresponsales no bancarios operando en el país.

Resulta importante mencionar que, mediante el acceso a servicios financieros apropiados, la población más vulnerable tiene acceso a productos que contribuyen a mejorar la gestión de gastos, fomentan el emprendedurismo, así como también contribuyen a mitigar el efecto de situaciones adversas, y por ende, mejoran la calidad de vida de las personas.

También fueron dictadas disposiciones normativas relativas a cuentas de dinero electrónico, como la reglamentación de la habilitación de empresas móviles de pagos electrónicos o EMPEs, que contribuyen al fortalecimiento de la inclusión financiera a través de la tecnología digital, acompañando la explosiva evolución de productos a través de la telefonía móvil (Resolución 6, Acta 18 del 13.03.14).

Tabla 1
EMPEs habilitadas en Paraguay

Empresa	Marco legal que habilita su operación
Mobile Cash Paraguay S.A.	Resolución 5, Acta 19 del 30.03.15
Personal Envíos S.A.	Resolución 6, Acta 19 del 30.03.15
Operadora de Pagos Móviles del Paraguay S.A.	Resolución 2, Acta 75 del 29.09.16
Pagos Electrónicos S.A.	Resolución 15, Acta 67 del 28.09.17

Fuente: BCP.

Los procesos de consolidación citados generaron un entorno apropiado para el mercado financiero, que permitió a varias empresas financieras transformarse en instituciones bancarias.

Además, fueron potenciados aspectos en materia de transparencia informativa tales como la publicación de tasas de interés por producto y entidad financiera (Resolución 2, Acta 123 del 15.11.01), la calculadora de cuota de préstamos,¹ entre otras reglamentaciones.

La implementación de estas regulaciones generó una apreciable mejora en la presentación del boletín estadístico, con nueva información adicional. Por ejemplo, fueron incluidos el detalle de los préstamos renovados, refinanciados y reestructurados (conocidas en la jerga financiera como las 3R); la evolución mensual de los depósitos y créditos, la evolución de créditos por productos más representativos (soja, trigo, vivienda) y otros indicadores. Estas incorporaciones significaron una importante mejora cualitativa de la información que los inversores y usuarios de servicios financieros en general pueden utilizar para la toma de decisiones. Como complemento de toda la extensa gama normativa citada, se logró la modernización de la Central de Riesgos Crediticios.

Sin la estrecha colaboración de las entidades del sistema financiero, que desde el inicio se mostraron predisuestas a este nuevo paradigma de supervisión, la implementación del renovado enfoque hubiera sido mucho más difícil. En efecto, a través de un contacto permanente con los responsables de las entidades supervisadas, este objetivo pudo ser logrado. Tanto los supervisores como sus pares en la intermediaria colaboraron en la discusión de aspectos relacionados con su plan de negocios mediante la provisión de datos requeridos para su análisis de forma ágil y rápida, teniendo en cuenta que el nuevo sistema redundaría en beneficio de todo el sistema financiero.

Prioridades legales y normativas

Una verdadera transformación cultural del sector en cuanto a supervisión bancaria se refiere se había iniciado a raíz de los cambios regulatorios mencionados.

Ahora bien, el desarrollo de nuevas tecnologías y la necesidad de un nuevo esquema de supervisión, por su naturaleza, no podían ser normados con meras regulaciones, pues se superponían con disposiciones legales. En ese contexto, se hizo necesaria la modificación del marco legal que había regido al BCP por más de veinte años bajo la égida de las leyes 489/95 y 861/96. Así, fueron propuestos al Congreso Nacional a través del Ministerio de Hacienda, anteproyectos de modificación de las citadas leyes para adaptarlas a los nuevos tiempos.

¹ No fue impuesta por resolución del Directorio del Banco Central del Paraguay.

|| Ley de Bancos, Financieras y Otras Entidades de Crédito

El 19 de diciembre de 2016 fue promulgada la Ley 5787 que modificaba la Ley 861/96 General de Bancos, Financieras y Otras Entidades de Crédito.

La sanción de la ley modificatoria de la Ley de Bancos se logró luego de un período de prolongadas discusiones con todos los sectores involucrados, a diferencia de lo acontecido en 1995 y 1996, cuando se promulgaron las leyes Orgánica del Banco Central del Paraguay y General de Bancos durante la crisis bancaria imperante. Aquellas leyes probaron ser efectivas en su momento, pues contribuyeron a la recuperación y al crecimiento del mercado financiero nacional.

Con la modificación de la referida ley, la legislación bancaria fue modernizada de acuerdo con los estándares internacionales en materia de supervisión financiera. De este modo, a partir de la vigencia de la nueva ley, las regulaciones del órgano supervisor se encuentran en línea con la dinámica de los negocios financieros, priorizando la mitigación de sus riesgos.

La legislación bancaria en vigencia otorga particular énfasis a la solvencia y estabilidad del sistema financiero, que constituyen elementos fundamentales para el crecimiento de la economía paraguaya.

Entre las principales modificaciones incorporadas pueden mencionarse las mayores atribuciones, potestades e independencia de la Superintendencia de Bancos (SIB), en línea con las mejores prácticas a nivel internacional. Se destacan sus facultades para fijar límites prudenciales y parámetros de ponderación de activos a través de disposiciones regulatorias que confieren a la banca central flexibilidad y capacidad de adaptación a los constantes cambios en el mercado.

La nueva ley también concede a la SIB la potestad de objetar la designación de directores de entidades supervisadas, tener mayor injerencia en la determinación del buen gobierno corporativo y aplicar medidas especiales para las entidades de importancia sistémica.

En la ley modificada se define como entidad de importancia sistémica a aquella entidad financiera caracterizada por su incidencia o relevancia en el mercado, por su gran tamaño o complejidad, por su exposición a los mercados financieros internacionales, por su interconexión con otras instituciones del sector o por la dificultad de sustituir su infraestructura de mercado. El BCP, a través de resoluciones del Directorio, aplicará medidas de mitigación ante riesgos de producir efectos adversos al sistema financiero.

La inclusión de parámetros de integridad en la supervisión de riesgos es otro aspecto destacado de la nueva ley. A través de estos estándares, y en línea con las recomendaciones del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI), se incorporaron a la supervisión los riesgos de Lavado de Activos y Financiamiento de Terrorismo (LA/FT), cuyo cumplimiento debe ser considerado en todo momento.

Con la vigencia de las modificaciones de la Ley General de Bancos y Entidades Financieras, en gran medida, se encuentra cumplida la intención de adecuar la regulación del sistema financiero a los mejores estándares. No obstante, aún quedan leyes que deben ser promulgadas para lograr una sistematización del ámbito financiero.

II Ley Orgánica del Banco Central del Paraguay

La promulgación de un marco normativo que otorga a la banca central mayor flexibilidad en la regulación y supervisión, como la Ley 5787/16, debe necesariamente ir acompañada de una adecuación de las facultades regulatorias y supervisoras de las autoridades que aplicarán las nuevas disposiciones. De ahí la relevancia de la modificación de la Ley 489/95 Orgánica del Banco Central del Paraguay.

La Ley 6104, que modifica y amplía la Ley 489/95 Orgánica del BCP, recientemente promulgada por el Poder Ejecutivo, tiene el propósito de dotar a la banca central de una Carta Orgánica moderna, efectiva y acorde a los desafíos de una economía que va consolidándose y evolucionando en forma sólida y sostenida, pero que requiere de mitigaciones de riesgos en el sector financiero y la adopción de políticas prudenciales. Entre los objetivos fundamentales de la Ley 6104, se encuentra velar por la estabilidad del sistema financiero y también por su integridad.

Entre otros aspectos contemplados en la nueva ley se encuentra el *deber de secreto*, que consiste en proteger informaciones de terceros que obran en poder del BCP.

Se excluye del deber de secreto a las informaciones solicitadas por las Cámaras del Congreso y las comisiones conjuntas de investigación, conforme a lo establecido en los artículos 192 y 195 de la Constitución Nacional.

Con respecto a la supervisión bancaria, la nueva ley faculta a la SIB a reglamentar y determinar parámetros de prudencia en materia de gestión integral de riesgos, fiscalización, dirección, otros aspectos de gestión y condiciones de buen gobierno corporativo.

La Ley 6104, que modifica y amplía la Ley 489/95 Orgánica del BCP, otorga a la SIB atribuciones para conceder y revocar licencias, regular, supervisar y sancionar a las entidades remesadoras de fondos, operadoras de medios de pago electrónico, entidades de servicios de pago móvil o electrónico (sean integrantes del sistema financiero o no) y a otras entidades que actúen con recursos financieros propios que no realicen intermediación financiera, atendiendo a la importancia o al volumen de sus operaciones o su incidencia en la política monetaria, crediticia o cambiaria.

La Banca Central podrá disponer, además, la suspensión provisional de determinadas operaciones de una o varias personas que ostenten cargos de direc-

ción, administración y fiscalización de una entidad supervisada, cuando existan indicios o situaciones que ameriten la instrucción de un sumario administrativo por falta grave a la persona o entidad. No obstante, debe aclararse que esta medida provisional caducará si el sumario administrativo no se iniciare dentro de los veinte días hábiles. Esta medida es particularmente importante e incorpora un estándar internacional en la materia, ya que posibilitará que situaciones adversas que pongan en peligro el ahorro público puedan ser inmediatamente contenidas y se eviten daños mayores al sistema.

|| Ley del Fondo de Garantía de Depósitos y Resolución Bancaria

El BCP se encuentra analizando un proyecto de modificación de la Ley del Fondo de Garantía de Depósitos y Resolución Bancaria. Este proyecto contempla un sistema de garantía de depósitos ajustado a los estándares internacionales (Principios Básicos de Basilea), conforme a los cuales debe existir una separación de los roles, de los objetivos de política pública y del ámbito de actuación de cada uno de los actores de la red de seguridad financiera (RSF), integrada por seguros de depósitos, la supervisión, la provisión de fondos de liquidez de emergencia y los esquemas de resolución.

El sistema financiero de un país requiere de un ordenamiento jurídico transparente, instituciones de supervisión y control efectivas, entorno macroeconómico adecuado y seguro y sólidas instituciones financieras. El establecimiento de una RSF es considerado como un mecanismo integral para promover la estabilidad del sistema y contribuir así a la eficiencia de la intermediación financiera mediante la aplicación de un conjunto de buenas prácticas y reglas específicas.

El sistema de seguros de depósitos, como parte integrante de la RSF, fortalece la estabilidad del sector financiero, ya que mitiga la incertidumbre sobre la condición de los bancos, reduce los riesgos de corridas bancarias y limita el contagio entre instituciones, y tiene como objetivo precautelar los intereses de los depositantes menos sofisticados ante eventuales quiebras o cesación de pagos de estas instituciones financieras.

Es por ello que el BCP pretende culminar el proyecto siguiendo con las recomendaciones de las mejores prácticas, como: la determinación de las obligaciones de las autoridades para con los depositantes, la limitación de las oportunidades para tomar decisiones discrecionales –lo cual, a su vez, fomenta la confianza del público, contribuye a limitar el costo de resolver instituciones insolventes y proporciona un proceso ordenado para gestionar las insolvencias bancarias– y un mecanismo para financiar los costos de las quiebras de las instituciones financieras.

La crisis financiera global produjo una transformación en el marco regulatorio, el cual actualmente tiene como foco el mejoramiento de la supervisión del sector

financiero y el establecimiento de mecanismos encaminados a hacer frente a las circunstancias de uno o varios bancos en problemas, reduciendo así el impacto de las quiebras o cierres de estos. Esta transformación implica una gestión que permita la intervención temprana y la administración de la contingencia para reducir al mínimo las externalidades de una crisis, como son la interrupción de los servicios financieros básicos, el contagio a otros participantes del mercado, y la implementación de alternativas que eviten hacer uso del dinero de los contribuyentes.

El éxito de un seguro de depósitos depende, en gran medida, de la confianza que el depositante tenga en el sistema financiero. Esta aumenta en función de la disponibilidad y transparencia de la información existente sobre las virtudes del sistema. Para evitar que riesgos de corto plazo influyan indebidamente en las decisiones relativas a la actualización de este tipo de normativas, resulta adecuado introducir modificaciones en épocas de tranquilidad en el sistema financiero.

Es en estos tiempos de calma y bonanza de los mercados financieros que deben darse ciertas precondiciones para el reajuste del funcionamiento apropiado de un sistema de seguro de depósitos conforme a los estándares internacionales, como: a) evaluación continua de la economía y del sistema financiero, b) buen gobierno de las instituciones que integran la RSF, c) fuerte regulación y supervisión prudencial y d) marco legal, régimen de transparencia y rendición de cuentas bien desarrollados.

Con ello se podrá incrementar la seguridad y solvencia de los sistemas financieros, establecer requisitos de capital con base en riesgos, mejorar la eficiencia de las entidades financieras, fortalecer la supervisión bancaria, y promover la transparencia de información.

En cuanto a la resolución de entidades financieras, como parte fundamental de una RSF, cabe destacar la existencia de mecanismos de resolución bancaria que pueden ser aplicados cuando fallan todas las medidas preventivas y correctivas de la supervisión estándar y se busca resolver la situación puntual de un banco insolvente preservando la totalidad o una parte de la institución para reducir la pérdida de valor social derivada del cierre.

El proyecto de ley intenta establecer un mecanismo que minimice tanto los costos económicos y sociales como el impacto de su aplicación sobre el resto del sistema financiero y sobre el riesgo moral de banqueros y depositantes. Para minimizar los costos sociales, los marcos legales deben determinar un orden de prelación de pagos que dé prioridad a los ahorristas o depositantes menores, de forma que sean los primeros en recibir la devolución de sus recursos, y que además defina algunos requerimientos deseables para que el mecanismo de resolución bancaria elegido sea el más eficiente.

Como todo proceso de resolución, este debe llevarse a cabo en el momento oportuno y con la mayor transparencia posible. Es por ello que es indispensable

mantener la claridad en las normas, procedimientos y marco institucional desarrollados en base a un sistema ágil y eficiente para la mejor liquidación y resolución de las entidades financieras, salvaguardando los intereses de los ahorristas y el bienestar integral del sistema financiero.

|| **Ley de reportes de información crediticia (Bureau de Créditos)**

La sanción de una moderna legislación sobre información crediticia (o de bureau de créditos) constituye una prioridad del BCP, por las positivas implicancias que un instrumento de este tipo puede tener para el desarrollo de una mayor inclusión financiera de la población, y en la eficiencia del sistema mismo.

En efecto, el proyecto de ley en desarrollo brindará a las instituciones del sistema financiero, cooperativo y del sector real de la economía cuya actividad habitual sea otorgar créditos bajo cualquier modalidad, la posibilidad de obtener información más completa para adoptar decisiones crediticias acertadas. Además, protegerá los intereses de los depositantes y del público en general, y promoverá el acceso al crédito a personas que, por la falta de suficiente información, no podían acceder al crédito formal en condiciones de mercado.

El proyecto de ley tiene por objeto regular la recolección y acceso a datos sobre el perfil crediticio de personas, así como la constitución, organización, funcionamiento, derechos, obligaciones y extinción de las sociedades que se dediquen a la obtención y procesamiento de dichos datos. Además, se busca establecer los derechos de los titulares de la información, con especial consideración a los derechos fundamentales vinculados con esta actividad, y determinar los derechos y obligaciones de las fuentes de información.

Esto permitiría un cambio en el paradigma sobre la información crediticia de las personas, de manera tal que sea posible el acceso a información tanto positiva como negativa de los sujetos de crédito. Así se busca establecer con precisión el riesgo del crédito y eliminar la desinformación como un factor que excluya a las personas del acceso al crédito. En línea con lo mencionado, se busca dar respuesta a los problemas generados por la asimetría de información. Delvasto Perdomo (2006) señala que:

Esta se presenta cuando los participantes del negocio bancario no cuentan con información o la misma es insuficiente, sea sobre otros participantes o sobre sus intenciones (otros agentes o público en general). Por consiguiente, no se pueden adoptar decisiones adecuadas o acertadas y ello, al circunscribirse al mercado, se refleja en sus costos de transacción. Dicho en otras palabras, un mercado financiero que presente un nivel elevado de asimetrías de información genera costos de transacción que, de una u otra forma, conllevan a que no se presente una correcta asignación de recursos. (p.220)

Al combatir la asimetría de información generada como consecuencia de la incertidumbre e información imperfecta, se espera que disminuya la exclusión del crédito a raíz de estas causas y se tienda a un sistema financiero más eficiente y seguro. Resulta por demás lógico que, con mejor información, sea posible valorar más eficientemente y con más exactitud el riesgo del crédito y se determinen los costos financieros de manera más adecuada.

|| Ley que prohíbe el uso de acciones al portador

En el marco del cumplimiento de las 40 recomendaciones del Sistema Anti Lavado de Activos y Contra Financiamiento del Terrorismo (ALA/CFT), aprobados por el Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI) en el 2012, se ha promulgado la ley que prohíbe el uso de acciones al portador. Esta es una muestra del compromiso del país con miras al proceso de evaluaciones mutuas que se llevará adelante próximamente.

En ese sentido, la Ley 5895/17 Que establece las reglas de transparencia en el régimen de las sociedades por acciones, ha determinado la obligatoriedad de las acciones nominativas en el derecho societario paraguayo. Esto, principalmente, con el objeto de facilitar la identificación de los beneficiarios finales de dichos títulos, con miras a una mejor ejecución de las políticas de prevención del Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo.

Desde la vigencia de la presente ley ya no es posible la constitución de sociedades anónimas emisoras de acciones al portador, instrumento que constituía un gran obstáculo para contar con información adecuada, precisa y oportuna sobre la identidad de los beneficiarios finales y de quienes ejercen control de las personas jurídicas constituidas en el país (artículo 11 de la Ley 5895/17, que modifica los artículos 1050, 1069 y 1070 del Código Civil Paraguayo). Además de la prohibición de constituir nuevas sociedades en las que las cuotas de participación de cada socio estén representadas por acciones al portador, se estableció la modificación de pleno derecho de los estatutos de las sociedades ya constituidas, y se fijó un plazo máximo para que los socios presenten sus títulos al portador para canjearlos por acciones nominativas (artículos 2 y 3 de la Ley 5895/17).

Como medidas para asegurar la observancia de la ley, se ha dispuesto la suspensión de los derechos económicos que corresponden a las acciones al portador que no hayan sido canjeadas por acciones nominativas en tiempo oportuno. Así también, se prohíbe realizar operaciones con entidades del sistema financiero y establece el bloqueo del registro único del contribuyente (artículo 4 de la Ley 5895/17) para las sociedades que no alcancen un umbral mínimo de acciones canjeadas (90 %) dentro del plazo de 24 meses desde la vigencia de la ley.

Como una medida más para llegar a la identificación de los beneficiarios finales, se estableció la obligación, a cargo del adquirente, de comunicar a la sociedad

la realización de la transferencia a su favor de las acciones, dentro de un plazo máximo de cinco días hábiles, e indicar a la sociedad su nombre, número de cédula de identidad o registro único de contribuyente y su domicilio. Para que esta información sea conocida también por las autoridades competentes, las sociedades deben comunicar la realización de transferencias de acciones a la Abogacía del Tesoro, dependiente del Ministerio de Hacienda, dentro del plazo de cinco días hábiles contados desde que la sociedad haya tomado conocimiento de la transferencia (artículo 5 de la Ley 5895/17). Esto está ratificado por el texto de la misma ley que, en uno de sus artículos, obliga a que tales transferencias se formalicen solo a través de contratos privados con certificación de firmas.

El incumplimiento de las disposiciones de la ley o de sus normas reglamentarias, expone al infractor a multas que podrán variar de 50 a 500 jornales mínimos para actividades diversas no especificadas (artículos 3 y 6 de la Ley 5895/17).

El plazo para que los tenedores de títulos accionarios al portador se presenten ante el directorio de las sociedades emisoras de dichas acciones, para proceder al correspondiente canje por acciones nominativas, fenecerá el 5 de octubre de 2019.

|| Ley de entidades cambiarias o de casas de cambio

Una de las atribuciones que la Constitución Nacional y la Ley 489/95 confieren al BCP, consiste en la preservación de la estabilidad del sistema financiero y la protección del ciudadano, por lo que la labor regulatoria y de supervisión de la banca central ostentan un interés público innegable.

Dentro del ámbito de competencia del BCP, existen sujetos supervisados de distinta naturaleza jurídica y que realizan a su vez actividades económicas y operaciones diversas.

Por una parte, existen entidades que realizan intermediación financiera, lo que conlleva la captación de recursos de los ciudadanos en forma de depósitos, su posterior colocación en forma de préstamos a terceros, y la obligación de restituir los depósitos a sus respectivos propietarios en el tiempo acordado (salvo el caso de los depósitos a la vista, que deben estar disponibles en todo momento). Los intermediarios financieros cumplen un rol social vital que consiste en canalizar recursos dinerarios hacia los sectores que lo demandan. Cabe recordar que, a través de la intermediación financiera, se moviliza el ahorro de la economía, pues permite la interacción entre los prestamistas o ahorradores y los prestatarios. En otros términos: estas entidades captan el ahorro y lo canalizan hacia la inversión o hacia el consumo diferido, garantizando los intereses de ahorradores e inversores.

Por otra parte, existen entidades cuya actividad consiste en realizar operaciones de cambios o cualquier otra que, a criterio del BCP, se asimile a las operaciones del Mercado Libre de Cambios. Estas instituciones tienen expresamente prohibido

realizar las operaciones de recepción de depósitos y otorgamiento de préstamos; por ende, no realizan intermediación financiera.

La naturaleza de las actividades de intermediación financiera y el interés público en juego hacen que sea necesario para el BCP regular los productos y servicios ofrecidos por las entidades financieras, a cuyo efecto, emite constantemente regulaciones que establecen reglas claras orientadas a proteger los derechos del usuario de servicios financieros, en línea con la regulación legal de protección y defensa del consumidor y usuario en general.

Es innegable la importancia de la labor regulatoria que se realiza en este campo de actividad. Sin embargo, ella sería inocua si no estuviera acompañada de una supervisión eficiente y efectiva. Toda acción que provoque un desvío o distracción en la labor de supervisión bancaria atenta contra el cabal cumplimiento de la misma.

Desde el 2007, el BCP se encuentra abocado a la implementación de la SBR. Se busca desde esta institución el fortalecimiento y la consolidación de un sistema financiero íntegro, estable y solvente a través de una supervisión eficaz y preventiva a la gestión de las entidades, en base al riesgo de cada una, ejerciendo un mayor control en la buena administración y en la reducción de los riesgos a nivel integral.

La implementación y consolidación definitiva del enfoque mencionado es primordial para la supervisión que lleva adelante la Superintendencia de Bancos, ya que permitirá gestionar los recursos con que cuenta de una manera más efectiva y focalizar los esfuerzos de supervisión en aquellas materias y entidades que representan mayor riesgo para el sistema financiero.

Heras (1998) señala que el sistema financiero es definido como un:

Conjunto de instituciones, entidades e intermediarios, instrumentos y activos financieros, y mercados, que tienen por objeto canalizar el ahorro –que generan las unidades de gasto con superávit– hacia unidades de gasto con déficit; es decir, aproximan el ahorro y la inversión (p.108)

Con un criterio similar, el FMI señala que un sistema financiero consiste en instituciones y mercados que interactúan, de una manera compleja, con el propósito de movilizar fondos para la inversión y proporcionar facilidades, incluyendo sistemas de pago, para el financiamiento de la actividad comercial (International Monetary Fund, 2006).

En el contexto señalado, conforme a la definición expuesta en el artículo 1 de la Ley 861/96, las casas de cambio y la mayoría de las entidades regidas por leyes especiales no forman parte del sistema financiero, pues no realizan actividades de intermediación financiera.

Por ende, concentrar esfuerzos en una supervisión de carácter integral y con enfoque basado en el riesgo de estas actividades conspira contra el ejercicio de una supervisión preventiva. En línea con la necesidad de adoptar una decisión a fin de

asumir eficazmente el rol que la ley le otorga al BCP en su carácter de supervisor del sistema financiero, resulta necesaria una reforma legal.

Demás está señalar que es responsabilidad de las instituciones oficiales crear el entorno apropiado para erradicar la informalidad en cualquiera de sus formas, ya que existen actualmente entidades similares que operan con recursos propios, de cuyas licencias y fiscalización son responsables otros organismos estatales o gubernamentales conforme a la competencia de cada una de ellas.

La reforma legal mencionada se orienta a:

1. Que la Superintendencia de Bancos supervise exclusivamente (con enfoque en el riesgo) a las entidades de intermediación financiera,
2. Que la supervisión de las instituciones cambiarias sea reorientada hacia el cumplimiento de los estándares que mitiguen los riesgos derivados del lavado de dinero y financiamiento del terrorismo,
3. Que aquellas que operan con recursos propios sean supervisadas bajo un régimen especial, considerando, en todo caso, el volumen de sus operaciones y su incidencia en la política monetaria, crediticia y cambiaria.

Leyes que, de ser aprobadas, facilitarán el desarrollo económico de nuestro país

Anteproyecto de ley Que Aprueba la Creación del Consejo Asesor del Sistema Nacional de Jubilaciones y Pensiones y la Superintendencia de Pensiones

La importancia del proyecto de ley, que está siendo estudiado por el Congreso radica en la necesidad imperiosa de proteger y resguardar la integridad de los fondos de pensiones. Esto, ante la existencia de cajas previsionales que presentan deficiencias en su articulación orgánica y estructural y ante la inexistencia de un órgano supervisor de las mismas o de parámetros mínimos para la gestión de los fondos previsionales.

En efecto, la eficiente fiscalización de los fondos de pensiones es una herramienta de protección de los intereses de los afiliados y beneficiarios. Por esta razón, la creación de una Superintendencia de Pensiones es fundamental para promover la estabilidad, seguridad y buena gobernanza de los fondos de pensiones.

Resulta indispensable el constante monitoreo de las instituciones que administran los fondos, así como la imposición y promoción del cumplimiento de la normativa relacionada con la estructura, gobernanza, y operación prudencial y

eficiente de los recursos afectados (International Organization of Pension Supervision, 2010).²

El buen funcionamiento del sector de pensiones es un elemento esencial para asegurar la estabilidad del sistema financiero en su totalidad. En efecto, la experiencia demuestra que las inversiones realizadas por los fondos de pensiones tienen un gran impacto en la economía real de los países.

Los fondos de pensiones son reconocidos inversores institucionales, cuyos fondos permiten la acumulación de activos que promueven la profundidad y liquidez de los mercados de capitales, debido principalmente a que muestran un comportamiento de inversión diferente al de los hogares. Por su naturaleza, los fondos de pensiones invierten en activos menos líquidos y a mayores plazos, pero con mayores rendimientos.

Con este fin, la creación de un órgano –la Superintendencia de Pensiones– capaz de evaluar adecuadamente la gestión de los fondos de pensiones, tanto mediante monitoreo y análisis regular, como mediante investigaciones más profundas con asignación de responsabilidades y consecuencias jurídicas, es fundamental. En este contexto, la vulnerabilidad del sistema podría causar serias disrupciones en la política fiscal, con consecuencias negativas para el bienestar de la ciudadanía en general (afiliado o beneficiario).

Aquí es necesaria la evaluación constante y periódica de la gestión de los administradores de fondos de pensiones a través de monitoreo y análisis, encaminada a la verificación de datos e información necesaria para la evaluación de la posición financiera y debilidades propias de los fondos de pensiones. Esta evaluación también resulta importante a los efectos de indagar la capacidad de pago del ingreso jubilatorio debido a los afiliados o beneficiarios (actuales y futuros).

La transparencia de la gestión contemplada en la ley junto con el escrutinio del supervisor (mediante solicitudes de información) tendrán la capacidad de producir un efecto disuasivo, transparentando y resguardando al sistema en su consideración integral.

El proyecto de ley pretende la creación de un organismo regulador y supervisor que garantice y resguarde el buen manejo financiero y de los fondos jubilatorios de las respectivas cajas. Establece también un órgano de orden político y técnico para discutir y elevar proyectos que apunten a reformar el sistema de pensiones y a conformar las ternas para la elección del titular de la supervisión.

A partir de estas claras premisas, el proyecto de ley establece dos órganos relevantes para la toma de decisiones:

2 Los Principios de Supervisión para Fondos de Pensiones Privados de la Organización Internacional de Supervisores de Pensiones (IOPS por sus siglas en inglés) fueron aprobados por primera vez en el 2006 y revisados en el 2010.

1. Políticas / Institucionales: el Consejo Asesor de Jubilaciones y Pensiones, presidido por el Ministro del Trabajo, Empleo y Seguridad Social, el Ministro de Hacienda y el Presidente del Banco Central del Paraguay, y
2. Técnicas: la Superintendencia de Jubilaciones y Pensiones, como órgano técnico especializado dependiente del Banco Central del Paraguay, pero con autonomía funcional.

El artículo 9 del proyecto de ley señala que el objeto institucional de la Superintendencia es:

El de constituirse como el órgano especializado en la fiscalización y supervisión de las entidades Administradoras de Jubilaciones y Pensiones, y, en particular, tendrá funciones de supervisión técnica, actuarial, operativa, jurídica y financiera de las mismas, además de investigar, aplicar sanciones cuando corresponda, dictar los reglamentos necesarios para una correcta regulación del sistema y absorber consultas o reclamos de los beneficiarios relacionados con esta supervisión.

El Regulador tendrá un alto grado de autonomía con adecuados contrapesos. Su nombramiento será efectuado por el Presidente de la República de una terna propuesta por el Consejo Asesor. El mismo reportará al Consejo Asesor y contará con facultades sancionatorias, siendo sus resoluciones apelables.

Además, el proyecto de ley establece una obligación de información como: información básica del fondo, información financiera, información de gobernanza, información de conducta del mercado e información de inversiones.

En cuanto a las normas de inversión, el proyecto de ley establece un conjunto de instrumentos e inversiones permitidas y límites máximos por instrumentos y por emisión, así como operaciones prohibidas, para limitar los riesgos a las que están expuestas las inversiones y salvaguardar los fondos de los beneficiarios.

Cabe señalar que la existencia de un ente regulador del sistema de pensiones *per se* no implica la solución de todos los problemas existentes en el sistema, pero resulta una herramienta necesaria que permitirá: (1) arrojar mayor transparencia en la gestión de los fondos, (2) obtener información financiera de manera ordenada y homogénea de las respectivas cajas previsionales, (3) establecer normas regulatorias y prudenciales para el manejo financiero y contable de las cajas, (4) establecer reglas para que las inversiones de los fondos previsionales se hagan bajo los principios de rentabilidad y seguridad y (5) canalizar recursos a largo plazo en apoyo de la economía. Todo esto redundará en beneficio de los afiliados y beneficiarios, y proveerá las condiciones que permitan asegurar la exitosa entrega de un adecuado ingreso jubilatorio.

Asimismo, la propuesta legislativa se adecua a los estándares, principios y buenas prácticas internacionales en materia de supervisión de fondos de pensiones

(International Organization of Pension Supervisors, 2013). Considera las pautas de gobernanza de las entidades que administran fondos de pensiones y gestión de las inversiones, así como aquellas que remiten a facultades y deberes del supervisor de esta actividad.

La incorporación de esta herramienta normativa al ordenamiento jurídico nacional permitirá la articulación de: (1) la tutela efectiva de los intereses de los afiliados y beneficiarios de fondos de pensiones, (2) la sostenibilidad de los fondos de pensiones y (3) la minimización del riesgo fiscal inherente a la desregulación existente.

En síntesis:

1. El sistema de jubilaciones y pensiones es un componente del sistema financiero *críticamente importante*. Un buen funcionamiento y regulación de este sistema favorece su estabilidad y, en consecuencia, el crecimiento macroeconómico y el bienestar de la población.
2. Es un factor que afecta la sostenibilidad fiscal futura, por lo que los déficits que el sistema de jubilaciones y pensiones pudiera generar afectarán los ingresos fiscales futuros y, en consecuencia, la capacidad del Estado para cumplir con otros compromisos igualmente importantes como la salud, la seguridad y la educación.
3. La falta de una adecuada supervisión y regulación pone en gran riesgo las reservas de largo plazo más importantes que tiene el país y es responsabilidad del Estado y un mandato constitucional arbitrar las medidas necesarias para su correcta supervisión y regulación.
4. El esquema de supervisión, las facultades asignadas a la autoridad de control, así como las normas de inversión de las reservas de largo plazo están en línea con los estándares internacionales y los principios que establece la Organización Internacional de Supervisores de Pensiones (IOPS).
5. Es considerable la importancia y los objetivos del Consejo Asesor del Sistema de Jubilaciones y Pensiones que pondrá todo el empeño para cooperar y contribuir con las decisiones que haga falta tomar en aras de la salud financiera del sistema.

Anteproyecto de ley que modifica la Ley 154/69 De Quiebras

Este anteproyecto pretende adecuar la legislación vigente en materia de insolvencia a los estándares y mejores prácticas internacionales, mediante la modificación total de la Ley 154/69 De Quiebras y sus modificaciones, la reforma integral de la Ley 4870/13 Que crea la Sindicatura General de Quiebras, y la adición de la regulación de la Insolvencia Transfronteriza sobre la base de la ley modelo elabo-

rada por la Comisión de Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI o UNCITRAL).

Estos son algunos de los principales puntos que contiene la propuesta de reforma de las leyes sobre insolvencia:

- i) En el juicio de convocación de acreedores se incorporan los siguientes principios:
 - a. Fácil acceso a los mecanismos de reorganización y reestructuración de la situación financiera de las empresas y deudores en general, minimizando los obstáculos hoy existentes y facilitando la conservación de la empresa. De esta manera el deudor insolvente puede revelar su estado económico financiero sin mayores obstáculos, lo que permitirá que los acreedores conozcan dicho estado con anticipación a un agravamiento patrimonial, muchas veces ocultado por los deudores.
 - b. Inmediato control sobre la administración y conducción de los negocios del deudor desde el momento de la presentación hasta la admisión, por lo que se incorporan normas actualmente inexistentes que regulan los efectos jurídicos de la presentación del pedido inhibiendo su capacidad de realizar actos de administración y disposición que afecten a sus acreedores.
 - c. Agilidad y menores plazos en la propuesta y celebración del concordato mediante la eliminación de la Junta de Acreedores presencial.
 - d. Mejor control de los actos del deudor y el Agente Síndico y eficiencia en la actividad del Síndico y del deudor a través de la incorporación del Comité de Acreedores a efectos de controlar el desarrollo del juicio hasta el total cumplimiento del concordato, en su caso, o su continuación en caso de quiebra.

- ii) En el juicio de quiebra incorpora las siguientes novedades con el propósito de que el proceso de liquidación sea más ágil, transparente y eficiente:
 - a. El Comité de Acreedores controlará el buen, eficiente y rápido cumplimiento de las funciones del Agente Síndico en la etapa de liquidación del activo y de distribución de las sumas disponibles.
 - b. Procesos de selección de los funcionarios y profesionales para ejecutar la liquidación de los bienes con intervención del Comité de Acreedores.
 - c. Plazos breves e improrrogables en la declaración de quiebra directa.
 - d. Limitación de los gastos del juicio y remuneración de los profesionales intervinientes con los honorarios que deberán ser calculados sobre el activo prudencialmente valorado, con participación del Comité de Acreedores.

- e. Incorporación del avenimiento como nueva forma de conclusión del juicio de quiebra.
- f. Regulación de la quiebra para los casos de empresas vinculadas.
- g. Regulación de la responsabilidad de los administradores y representantes de los fallidos.
- h. Régimen propio de honorarios por los servicios de los funcionarios y auxiliares del juicio.

iii) Reformas institucionales:

- a. Sustitución del Agente Síndico, funcionario a cargo del Estado, por el de Agente Síndico profesional independiente, seleccionado de forma aleatoria por el Consejo de la Magistratura, con el doble propósito de que se pueda contar con mayor cantidad de Agentes Síndicos remunerados por el concurso sin agravar el Presupuesto General de la Nación.
- b. Se mantiene un Síndico General, y se crean Síndicos Adjuntos, como funcionarios públicos, con funciones de supervisión, cooperación y registro.
- c. El incremento en la cantidad de Agentes Síndicos significará una mayor agilidad y eficiencia en el desarrollo de los procesos concursales, ahorro en tiempo y gastos.
- d. Los Agentes Síndicos serán profesionales independientes, escogidos por el Consejo de la Magistratura, en cantidad suficiente para una mejor atención de cada proceso.

Cabe señalar que la reforma legal no reemplaza ni modifica el proceso de resolución de entidades financieras que se encuentra regulado por la Ley 2334/03 De Garantía de Depósitos y Resolución de Entidades de Intermediación Financiera, previamente mencionada, ni afecta a las competencias específicas del BCP.

Conclusiones

Los cambios paradigmáticos en la tecnología y en las ciencias que estamos viendo hacen que la realidad económica y financiera requiera de controles que sean contrapesos normativos y regulatorios capaces de amortiguar el impacto de los cambios. Solo así el sistema financiero será sostenible y sustentable.

Las reformas legislativas y regulatorias que se fueron dando, particularmente en lo concerniente al sistema financiero, representan un cambio de paradigma que

contribuirá en gran medida a lograr el citado contrapeso para lograr la estabilidad del sistema financiero.

Particularmente, el nuevo enfoque de riesgos para la supervisión bancaria y los nuevos esquemas de garantía y resolución bancaria brindarán mayor predictibilidad y seguridad al sistema, contribuyendo a la modernización de la sociedad y a la inclusión del ciudadano en el sistema financiero.

El BCP, fiel a su función de contralor del sistema financiero y hacedor de la política monetaria, ha tomado un papel proactivo en el desarrollo de las políticas más adecuadas para enfrentar esta nueva realidad, adaptando su normativa a los mejores estándares internacionales en materia de supervisión y estabilidad financiera.

La labor de la institución será fortalecida por la flexibilidad normativa otorgada a través de las modificaciones recientemente introducidas en la Ley de Bancos. Esto permitirá una supervisión más ágil y preventiva del sistema, fortaleciendo la confianza del público en general.

La sanción de las demás leyes mencionadas en este trabajo contribuirá en gran medida a fortalecer la imagen internacional del país. Además, permitirá una mayor afluencia de inversiones extranjeras y mejorará el clima de negocios, considerando las extraordinarias ventajas comparativas que posee nuestro país.

Referencias bibliográficas

- Resolución 1, Acta 70 (22 de noviembre de 2011). Reglamento Para el Uso de los Corresponsales no Bancarios. Banco Central del Paraguay.
- Resolución 2, Acta 75 (29 de setiembre de 2016). Operadora de Pagos Móviles del Paraguay - Autorización para operar como EMPE. Banco Central del Paraguay.
- Resolución 2, Acta 123 (15 de noviembre de 2001). Resolución 2, Acta 123 del 15 de noviembre de 2001. Normas sobre transparencia informativa de cálculos y publicación de Tasas de Interés - Modificación. Banco Central del Paraguay.
- Resolución 5, Acta 19 (30 de marzo de 2015). Mobile Cash Paraguay S.A - Autorización para operar como EMPE. Banco Central del Paraguay.
- Resolución 6, Acta 18 (13 de marzo de 2014). Reglamento de Medios de Pagos Electrónicos. Banco Central del Paraguay.
- Resolución 6, Acta 19 (30 de marzo de 2015). Personal Envíos S.A. - Autorización para operar como EMPE. Banco Central del Paraguay.
- Resolución 15, Acta 67 (28 de setiembre de 2017). Pagos Electrónicos S.A. - Autorización para operar como EMPE. Banco Central del Paraguay.
- Resolución 25, Acta 51 (18 de julio de 2013). Reglamento para la regulación de las cuentas básicas de ahorro. Banco Central del Paraguay.
- Resolución SB.SG. 0104 (26 de junio de 2008). Proceso de Supervisión de la Superintendencia de Bancos. Banco Central del Paraguay.
- Resolución SB.SG. 0143 (20 de agosto de 2008). Modelo de Reporte Estándar. Banco Central del Paraguay.
- Resolución SB.SG. 0190 (27 de agosto de 2009). Indicadores de Alerta Temprana y Reporte Estándar. Banco Central del Paraguay.
- Resolución SB.SG. 0191 (27 de agosto de 2009). Distribución de Entidades Financieras por Analistas. Banco Central del Paraguay.
- Resolución SB.SG. 0226 (23 de octubre de 2009). Categorías de Agrupación de Intermediarios Financieros para fines de Supervisión. Banco Central del Paraguay.
- Delvasto Perdomo, C. (2006). *Asimetrías de información, fallas del mercado crediticio y correctivos institucionales. El papel del Estado en la cobertura del mercado crediticio*. Pontificia Universidad Javeriana Cali / Facultad de Humanidades y Ciencias Sociales, 1(6), 215-242.
- Global Partnership for Financial Inclusion. (2016). *G20 High-Level Principles for Digital Financial Inclusion*. Obtenido de <https://www.gpfi.org/sites/default/files/documents/G20%20High%20Level%20Principles%20for%20Digital%20Financial%20Inclusion%20-%20Full%20version-.pdf>
- Heras, J. (1998). *Diccionario de Mercados Financieros*. Barcelona: Gestion 2000.
- International Monetary Fund. (2006). *Financial Soundness Indicators: Compilation Guide*. Washington DC: IMF. Obtenido de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fsi/guide/2006/pdf/chp2.pdf>
- International Organization of Pension Supervision. (2010). *Principles of Private Pension Supervision*. IOPS. Obtenido de <http://www.iopsweb.org/principlesandguidelines/IOPS-principles-private-pension-supervision.pdf>
- International Organization of Pension Supervisors. (2013). *Good Practices for Governance of Pension Supervisory Authorities*. IOPS. Obtenido de <http://www.iopsweb.org/principles-guidelines/IOPS%20%20Good%20Practices%20on%20Governance%20of%20Pension%20Supervisory%20Authorities.pdf>
- Schwab, K. (2017). *The Fourth Industrial Revolution*. Geneva: World Economic Forum. Obtenido de <https://www.weforum.org/about/the-fourth-industrial-revolution-by-klaus-schwab>

Retos y oportunidades del sistema de jubilaciones y pensiones del Paraguay

Lea Giménez

En coautoría con Carmen Marín.
Las autoras agradecen la valiosa contribución del equipo de la
Dirección de Estudios Económicos para la elaboración de este capítulo.

Introducción

El diseño de un sistema de pensiones conlleva objetivos centrales, tales como suavizar las fluctuaciones del consumo a lo largo del ciclo de vida, prevenir la pobreza en la vejez y redistribuir los ingresos que tienen relevancia en el contexto de las políticas públicas.

El sistema de jubilaciones y pensiones enfrenta retos importantes de mediano y largo plazo, que en gran medida provienen de la evolución demográfica, la cobertura y los riesgos de la sostenibilidad del sistema.

Actualmente, el 70 % de la población de Paraguay tiene menos de 40 años, y es un hecho cada vez más visible la tendencia de aumento de la esperanza de vida, lo cual resultará en una proporción de adultos mayores cada vez más significativa en contraste con la población joven en edad de trabajar. El número de personas con 65 años y más pasará del 6 % actual al 13 % en el 2050 (Naciones Unidas, 2017).

Al considerar el funcionamiento del sistema a través de un esquema de reparto y beneficios definidos como es el caso paraguayo –donde a un determinado nivel de contribución le corresponde un beneficio proporcional y donde también es parte transversal la solidaridad intergeneracional– esta dinámica demográfica puede significar un problema en el largo plazo.

Es necesario avanzar en un proceso de sinceramiento respecto al contexto actual, que requiere de ajustes que apunten a condiciones de mayor equidad y sostenibilidad; además, estos cambios necesarios al sistema de jubilaciones y pensiones podrían ser cada vez más costosos.

En relación con la participación en el sistema previsional y el proceso de formalización, los trabajadores activos que cotizan la seguridad social representan el 21 % de la población ocupada (Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social, 2016).

La creación de empleos formales y, por lo tanto, el incremento de la población con acceso a una pensión es trascendental. Esto es un desafío que puede transformarse en una oportunidad, puesto que la formalización y el consecuente aumento de cotizantes pueden incrementar los ingresos del sistema y retrasar los problemas de sostenibilidad.

Los esfuerzos por cerrar la brecha en términos de cobertura a través de las pensiones no contributivas es un tema de debate con respecto a la política de pensiones. Como es analizado en este capítulo, el escenario de una pensión universal tendría un impacto importante en el gasto público, así como también podría mermar los incentivos de participación en el sistema contributivo y afectar al mercado laboral.

El mejor aprovechamiento del ahorro previsional, en inversiones seguras y rentables, permitiría fomentar el desarrollo financiero y elevar el crecimiento económico. Las medidas de política tendientes a la sostenibilidad del sistema previsional pueden contribuir al desarrollo del mercado financiero y de capitales.

El capítulo se organiza de la siguiente manera: primero se presenta una descripción del contexto actual, las normativas vigentes y un ejercicio para caracterizar los determinantes de la contribución a la seguridad social.

Luego, se realiza una evaluación de la sostenibilidad del sistema de jubilaciones y pensiones. En el ejercicio de proyección del flujo de ingresos y gastos del sistema de jubilaciones se presentan cinco escenarios de ajustes: i) un escenario base sin ajustes, ii) un mejoramiento de las inversiones de recursos excedentes de la Caja Fiscal y la homogeneización de la tasa de generosidad, iii) un incremento de la edad a 65 años, iv) un aumento de la formalización para el Instituto de Previsión Social (IPS) y v) una combinación de todos los anteriores.

Seguidamente, se estima el comportamiento del gasto en pensiones no contributivas, específicamente, en el Programa de Pensión Alimentaria para adultos mayores en situación de pobreza. En este análisis se consideran tres escenarios diferentes de cobertura del programa: i) un escenario base sin modificaciones, ii) inclusión de todos los adultos mayores en situación de pobreza y iii) una cobertura universal para todos los adultos mayores que no reciben pensión o jubilación, que permite apreciar el desafío que conlleva el pilar no contributivo en cuanto a su diseño y sostenibilidad. Finalmente, se presentan las principales conclusiones.

■ Análisis descriptivo del sistema de jubilaciones y pensiones en Paraguay

■ Antecedentes y estructura legal del sistema

El seguro social se inició con la ley de jubilaciones para empleados públicos de 1902 y posteriormente se organizó con la Ley 1/1909 de Organización Administrativa y Financiera del Estado, la cual establecía beneficios de jubilación ordinaria y extraordinaria para los funcionarios y empleados permanentes de la administración pública, así como a aquellos directores, empleados y personal docente de instituciones públicas y empleados de bancos del Gobierno. Más tarde fueron agregándose otros sectores mediante la promulgación de diferentes leyes (TABLA 1).

Tabla 1
Cronología de leyes de jubilaciones

	Año	Normativa	Beneficiarios
1	1902		Administración pública, ejército, armada
2	1909	Ley 1	Administración pública, magisterio, policías y militares, empleados de bancos del Gobierno
3	1943	Decreto Ley 17071	Trabajadores asalariados sector privado
4	1951	Ley 105	Empleados bancarios
5	1954	Ley 238	Obreros ferroviarios
6	1968	Ley 71	Empleados de la Administración Nacional de Electricidad (ANDE)
7	1978	Ley 740	Empleados de la Municipalidad de Asunción
8	1980	Ley 842	Empleados del Poder Legislativo de la Nación
9	1988	Ley 1361	Empleados de ITAIPU Binacional

Fuente: Elaboración propia con base en Navarro y Ortiz (2014).

El sistema de seguridad social se formalizó con la Constitución Nacional de 1967, que estableció un régimen de seguridad social integral para toda la población.

En la normativa jurídica del Paraguay, la jubilación es de carácter contributivo, y de prestación económica vitalicia. Entre las entidades públicas de seguridad social, el IPS y la Caja Fiscal comprenden el 96 % de los participantes del sistema. Existen también otros programas en el sector privado.¹ Las entidades públicas mencionadas concentran un total de 768.953 aportantes, de los cuales el 69 % corresponde al IPS y 31 % a la Caja Fiscal. Los pasivos constituyen un total de 107.987 aportantes. (TABLA 2)

¹ Principalmente, la Caja Mutual de Cooperativistas del Paraguay, la Caja Médica y de Profesionales Universitarios, la Caja Mutual del Personal Docente de la Universidad Católica Nuestra Señora de la Asunción y el Seguro Social del Chaco.

Tabla 2
Aportantes y beneficiarios del sistema de jubilaciones y pensiones

	Activos	%	Pasivos	%
IPS	531.725	69 %	52.532	49 %
Caja Fiscal	237.228	31 %	55.455	51 %
Total	768.953	100 %	107.987	100 %

Fuente: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social - MTESS (2016) y Ministerio de Hacienda - MH (2017).

Además del sistema obligatorio contributivo, existen pensiones no contributivas administradas por el Ministerio de Hacienda, que benefician a grupos específicos según criterios establecidos por ley. Entre ellos, el principal es el Programa de Pensión Alimentaria para adultos mayores en situación de pobreza (TABLA 3).

Tabla 3
Beneficiarios de pensiones no contributivas

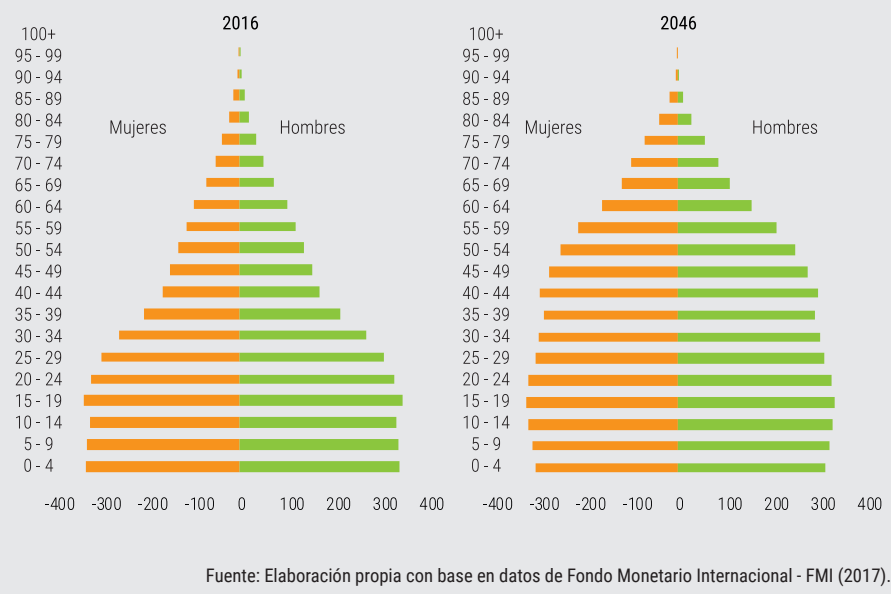
Concepto	Beneficiarios	Proporción
Adultos mayores Programa de Pensión Alimentaria	187.062	95,3 %
Herederos de veteranos	8.244	4,2 %
Beneficiarios de pensiones graciabiles	424	0,2 %
Herederos de policías y militares fallecidos en servicio	324	0,2 %
Veteranos de la Guerra del Chaco	198	0,1 %
Total	196.252	100 %

Fuente: MH (febrero 2018).

II Estructura demográfica y participación en el sistema de jubilaciones y pensiones

En el Paraguay, la población de 65 y más años representa actualmente un 6 % de la población total. Se proyecta que esta cifra aumente al 13 % para el 2050 y al 26 % para el 2100 (Naciones Unidas, 2017). Con una población joven que va disminuyendo en relación con una población adulta mayor cada vez más numerosa, se proyecta un reto en el contexto demográfico, que podría tener un fuerte impacto en el sistema de jubilaciones y pensiones (GRÁFICO 1).

Gráfico 1
Distribución de la población del Paraguay por edades 2016-2046.



Otro factor clave en el funcionamiento del sistema previsional es la proporción de aportantes dentro de la población ocupada. Actualmente, 1 de cada 5 empleados se encuentra aportando a una caja de jubilación (TABLA 4).

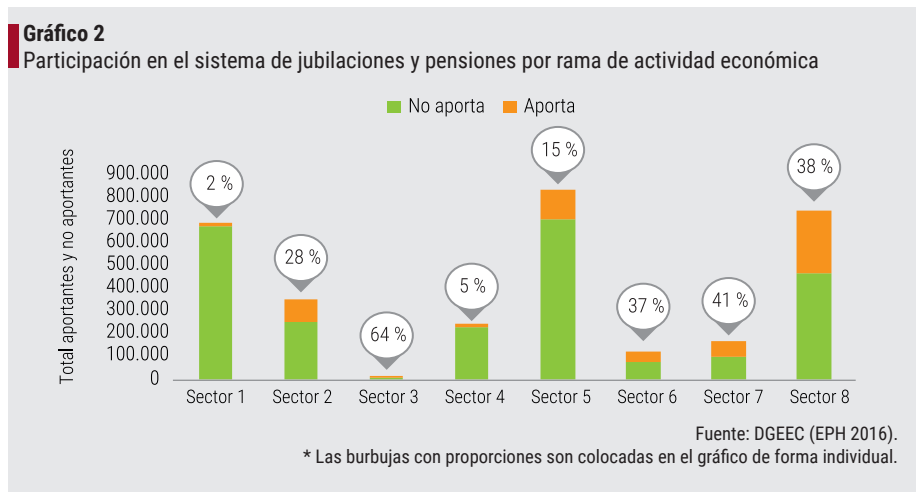
Tabla 4
División de ramas de actividad económica

Sectores	Descripción
Sector 1	Agricultura, ganadería, caza y pesca
Sector 2	Industrias manufactureras
Sector 3	Electricidad, gas y agua
Sector 4	Construcción
Sector 5	Comercio, restaurantes y hoteles
Sector 6	Transporte, almacenamiento y comunicación
Sector 7	Finanzas, seguros e inmuebles
Sector 8	Servicios comunales, sociales y personales

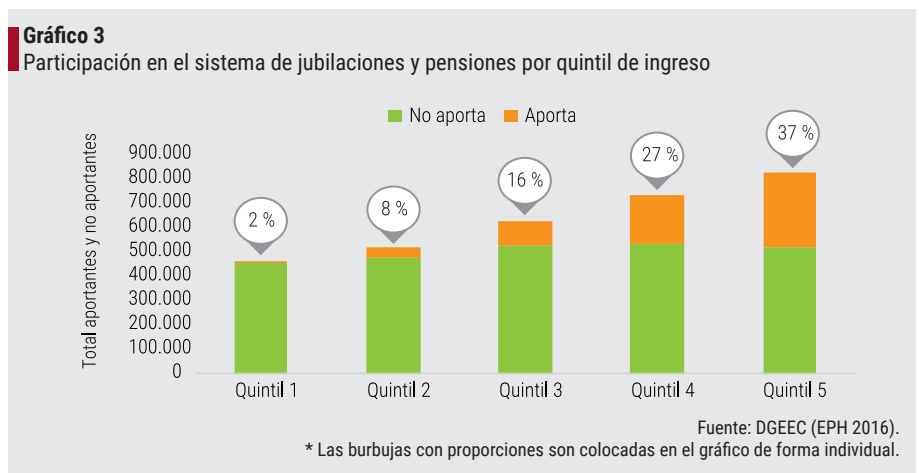
Fuente: Dirección General de Estadística, Encuestas y Censos - DGEEC (EPH 2016).

Considerando el total de ocupados, incluyendo cotizantes y trabajadores sin acceso a la seguridad social, tres sectores concentran el 71 % de la fuerza laboral ocupada: agropecuario (sector 1), comercio (sector 5) y servicios (sector 8). Dentro de estos sectores, la proporción de cotizantes es del 2 %, 15 % y 38 %, respectivamente. Del total de aportantes, estos sectores representan el 64 % (TABLA 4 Y GRÁFICO 2).

En el sector electricidad y agua (sector 3), comprendido principalmente por empresas públicas, el 64 % aporta a una caja de jubilación, pero es el sector con menos ocupados.

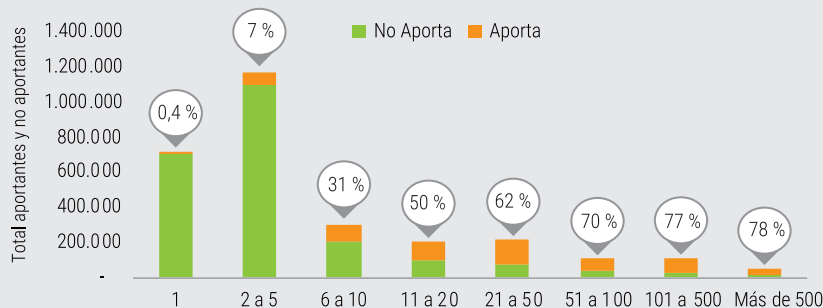


Al analizar la relación de aportantes con ingreso midiendo esto por quintiles, se aprecia que en los grupos de niveles de ingreso más altos se encuentra la mayor cantidad de aportantes (GRÁFICO 3).



En igual medida, al observar la cantidad de aportantes por tamaño de empresa, se refleja mayor cobertura cuanto mayor es el tamaño de la empresa (GRÁFICO 4).

Gráfico 4
Participación en el sistema de jubilaciones y pensiones por tamaño de empresa

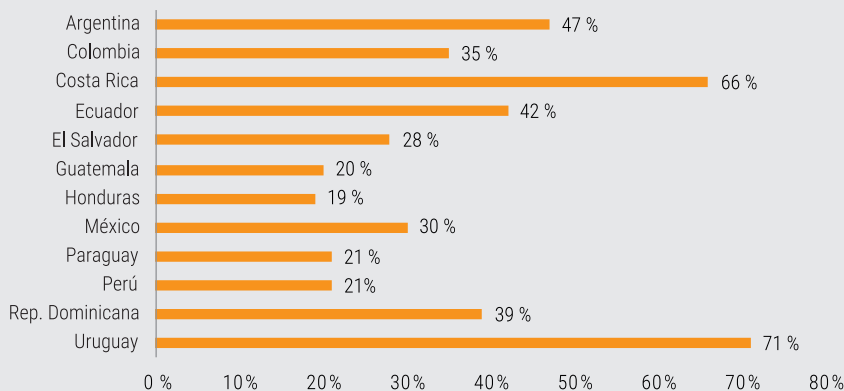


Fuente: DGEEC (EPH 2016).

* Las burbujas con proporciones son colocadas en el gráfico de forma individual.

En el GRÁFICO 5, se presenta un comparativo de la cobertura de la seguridad social de Paraguay en relación con algunos países de la región. Como se puede observar, Paraguay se encuentra entre los países con menor proporción de trabajadores aportantes a la seguridad social.

Gráfico 5
Trabajadores activos cotizantes en la seguridad social en América Latina

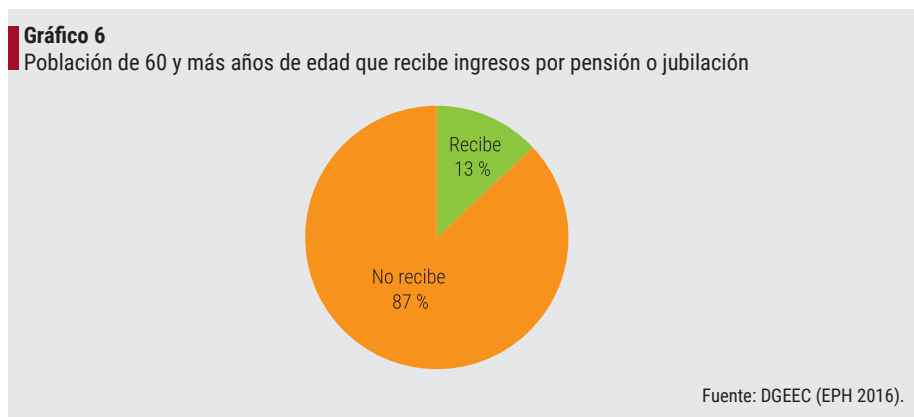


Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo - BID (2016).

Esta baja cobertura está explicada, en parte, por el hecho de que el sistema previsional de Paraguay fue inicialmente diseñado para cubrir solo a los empleados asalariados y dejó fuera del sistema a los trabajadores independientes. Recién a partir de 2013, con la promulgación la Ley 4933/13, se habilitó a los trabajadores por cuenta propia a aportar de manera voluntaria para sus haberes jubilatorios al Fondo de Jubilaciones y Pensiones del Instituto de Previsión Social (IPS).

Existen otros factores, como los niveles de educación o capital humano, con los consecuentes bajos niveles de ingreso y de productividad, lo que limita la posibilidad de participar voluntariamente.

Conforme se observa en el GRÁFICO 6, la población de 60 y más años de edad con acceso a la cobertura previsional representa solo el 13 %.



Este contexto de baja cobertura representa una deuda implícita importante del sistema previsional, por tanto, las políticas que se impulsen deben incluir estrategias que permitan atender la demanda. De hecho, el pilar no contributivo para adultos mayores en situación de vulnerabilidad ha mostrado un crecimiento importante, beneficiando actualmente a más de 180 mil adultos mayores, pero con efectos que pueden ser negativos sobre los incentivos para participar en el sistema contributivo.

II Determinantes de participación en el sistema de jubilaciones y pensiones

En esta sección se analizan los factores que afectan en mayor medida a la probabilidad de aporte de las personas ocupadas y consecuentemente su inclusión en el sistema de jubilaciones. Se considera el total de personas ocupadas con edad comprendida entre 14 y 65 años. La relación entre probabilidad de aporte y los factores determinantes se encuentran descriptos por el siguiente modelo:

$$Y_{\text{aporta}} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Sexo} + \beta_2 \cdot \text{Edad} + \beta_3 \cdot Z_{\text{Res}} + \beta_4 \cdot \text{Años}_{\text{Estudio}} + \beta_5 \cdot q_{\text{Ing}} + \beta_6 \cdot \text{Cat}_{\text{Empleo}} + \beta_7 \cdot \text{Act.} + \mu$$

La variable dependiente Y_{aporta} toma el valor de 1 si es que el individuo se encuentra aportando a una caja y 0 si es lo contrario. Entre las variables características del individuo, se incluyen: sexo, zona de residencia y años de estudio. De las características económicas, se incluye el nivel de ingreso medido por el quintil de ingreso, tamaño de la empresa en la que trabaja y rama de actividad en la que se encuentra empleado.

En su mayoría, las variables son dicotómicas, es decir, toman el valor 1 en caso de pertenecer a un grupo y 0 si es lo contrario. En la categoría de sector de ocupación, se toma como categoría base al sector agropecuario, al ser este el sector con menor proporción de aportantes (solo un 2 %).

En la muestra, solo el 17 % se encuentra aportando a una caja; de los cuales el 55 % reside en áreas urbanas, el 60 % son hombres, el 44 % corresponde a jefes de hogar y la mayor parte de la población se encuentra trabajando en el sector agropecuario (29 %) y el sector comercio (25 %).

En promedio, los ocupados se encuentran en el quintil 3 de ingresos. Además, cuentan con 9 años de formación académica y tienen entre 35 y 39 años de edad. Al tener en cuenta el tamaño de la empresa, el promedio de los ocupados se encuentra empleado en empresas pequeñas (2 a 5 personas). A fin de realizar el análisis de relación entre probabilidad de aporte de la población ocupada se utiliza una metodología Probit (TABLA A1).

El sexo y el área de residencia no son significativos en la determinación de la probabilidad de aporte, sin embargo, presentan un efecto positivo y significativo en el hecho de que los ocupados cuenten con mayor edad, mayor nivel de ingresos, más años de educación, sean jefes de hogar y sean trabajadores de las empresas más grandes.

Quienes se encuentran ocupados en el sector 3 (electricidad, gas y agua), tienen una mayor probabilidad de aportar a una caja, mientras que aquellos que están ocupados en el sector 4 (construcción) cuentan con un efecto negativo en la probabilidad de aporte (la probabilidad de que el ocupado sea cotizante disminuye).

Si se considera trabajador formal a aquel que aporta a la seguridad social, se puede exponer con base en los resultados que el tamaño de las empresas y el nivel de educación e ingresos poseen un efecto positivo en la formalización de la economía. En lo que respecta a la rama de actividad, los trabajadores del sector de electricidad, gas y agua, administrado principalmente por empresas públicas, cuentan con mayores probabilidades de estar incluidos en el sistema de jubilaciones. Aquellos ocupados del sector de la construcción, incluyendo a quienes se ocupan en labores de albañilería u otros servicios informales (obreros), son más vulnerables.

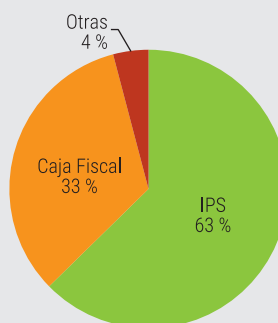
Principales instituciones del sistema

La cantidad de aportantes del sistema asciende a 658.685 trabajadores, siendo el IPS la institución con mayor número (63 %), mientras que el 33 % de los aportantes corresponde a la Caja Fiscal (GRÁFICO 7).

Gráfico 7

Ocupados por sector según condición de aporte

Caja de Aporte	Aportantes	Proporción
IPS	412.755	63 %
Caja fiscal	218.933	33 %
Otras	26.997	4 %
Total	658.685	100 %



Fuente: DGEEC (EPH 2016).

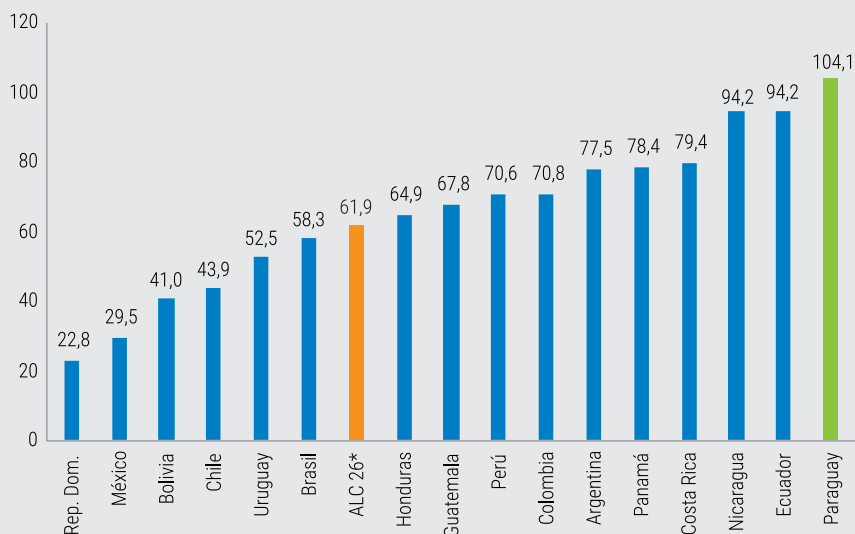
Instituto de Previsión Social

El IPS, creado en 1943, se rige por el Decreto Ley 1860/50 aprobado por Ley 375/56, la Ley 98/92 y por normas complementarias, en las cuales se establecen la naturaleza, los objetivos, las funciones y el perfil jurídico y financiero del mismo, configurándose como un organismo autónomo. Esta institución administra principalmente las jubilaciones del sector privado, brindando a su vez prestaciones ante riesgos laborales y de salud.

Entre las principales modalidades de jubilación, están contempladas las siguientes: la jubilación ordinaria (60 años de edad y 25 años de aportes o 55 años de edad y 30 años de aportes), la jubilación por invalidez, por enfermedad común y la jubilación por invalidez, accidente de trabajo o enfermedad profesional, todas ellas contempladas en la Ley 98/92. Además, en la Ley 4290/11 se incluye la jubilación proporcional (65 años de edad y un mínimo de 750 semanas de aportes). También se otorga pensión al cónyuge y a los dependientes (pensiones derecho habientes) de un asegurado titular o jubilado fallecido. En el IPS se establece un haber mínimo del 33 % de la remuneración base, conforme lo establece la Ley 4426/11.

La tasa de sustitución muestra el nivel de las pensiones en el momento de la jubilación en relación con los ingresos durante la vida laboral. En promedio, el sistema de jubilaciones y pensiones de Paraguay posee una tasa mayor al 100%, mientras que en los países de América Latina y el Caribe (ALC), la tasa bruta promedio es de 62 %. No obstante, hay una variación significativa entre países (GRÁFICO 8).

Gráfico 8
Tasa bruta de sustitución en América Latina y el Caribe (en porcentaje)



Fuente: BID, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico - OCDE, Banco Mundial (2014).
*Los países seleccionados corresponden a un promedio del total de 26 países de ALC

Tabla 5
Requisitos o parámetros de jubilaciones del IPS

Jubilación ordinaria		
Años de edad	Años de aporte	Tasa de sustitución*
60	25	100 %
55	30	80 %

Fuente: Elaboración propia en base a normativas legales del IPS.
* Tasa de sustitución: Es el porcentaje de la remuneración base que se recibe como haber jubilatorio o pensión

En efecto, la jubilación ordinaria del IPS tiene beneficios que implican el 100 % de la tasa de sustitución (TABLA 5). Asimismo, cuenta con un total de más de 52 mil jubilados y pensionados distribuidos en distintos tipos de prestaciones (TABLA 6).

Tabla 6
Jubilados y pensionados del IPS por tipo de prestación

Indicador	2016	Proporción
Jubilación por vejez	36.329	69 %
Jubilación por invalidez permanente	3.570	7 %
Jubilación por invalidez temporal	381	1 %
Pensión derecho habiente	12.252	23 %
Total	52.532	100 %

Fuente: Boletín estadístico de Seguridad Social del MTESS (2016).

Adicionalmente a las contribuciones, la institución genera ingresos mediante la inversión de sus fondos previsionales en el sistema financiero. El 64 % de las colocaciones corresponden principalmente a certificados de depósitos de ahorro (CDA) del sistema bancario (TABLA 7).

Tabla 7
Colocaciones del IPS en el sistema financiero. Año 2016

Concepto	Monto (millones de ₡)	Total
CDA	6.078.819	64 %
Bonos	1.090.630	11 %
Caja de préstamos	972.160	10 %
Caja de ahorro vista	1.297.314	14 %
Préstamo BID	88.000	1 %
Cuenta corriente	6.061	0,06 %
Total	9.532.984	100 %

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Anuario IPS (2016).

Una característica central de estas inversiones es su escasa diversificación en materia de plazos e instrumentos, dada las limitaciones propias de las leyes que rigen y las del mismo mercado financiero y de capitales, lo que presenta una importante oportunidad para avanzar en el desarrollo del mercado financiero.

Caja Fiscal

La Caja Fiscal tuvo su origen en el año 1909 para dar cobertura a los funcionarios permanentes de la administración central, docentes de instituciones públicas,

militares y policías. Posteriormente, se incorporaron otros grupos profesionales del sector público. Su estructura se divide en programas civiles y no civiles (TABLA 8).

Tabla 8
Cotizantes activos y pasivos por sectores

Sectores	Activos	Pasivos
Programas civiles		
Administración central	95.866	14.728
Docentes universitarios	13.208	1.117
Magistrados judiciales	11.483	413
Magisterio nacional	80.321	23.725
Total Programas civiles	200.878	39.983
Programas no civiles		
Fuerzas policiales	22.937	7.430
Fuerzas armadas	13.413	8.042
Total Programas no civiles	36.350	15.472
Total civiles y no civiles	237.228	55.455

Fuente: Datos de la Dirección General de Jubilaciones y Pensiones del MH (diciembre 2017).

La Caja Fiscal ha realizado reformas paramétricas, la más importante fue en el 2003 con la Ley 2345 de Reforma y Sostenibilidad de la Caja Fiscal. Las medidas de mayor impacto fueron: i) el incremento de la tasa de aporte, del 14 % al 16 % en todos los sectores, ii) el ajuste de la tasa de sustitución conforme a los años de aporte y edad, iii) el incremento del periodo de cálculo de las jubilaciones, considerándose el promedio de los últimos 5 años, y iv) el establecimiento de una edad de jubilación obligatoria de 65 años de edad. Esta ley fue modificada en el 2010, con dos reformas importantes: i) la división de los programas contributivos en civiles y no civiles y ii) la posibilidad de invertir los excedentes.

Dentro de los programas civiles, los sectores superavitarios pueden financiar a los deficitarios y el rendimiento de los excedentes de la caja se destinará a financiar el déficit de los programas del sector civil, mientras el sector no civil es financiado con recursos del fisco.² No obstante, mediante diversas normativas, se han introducido modificaciones en el marco legal que hoy rige para la Caja Fiscal.

En relación con los parámetros vigentes, se observa una importante heterogeneidad en cuanto a los requisitos exigidos y los beneficios otorgados, sin embargo, las contribuciones son las mismas para todos los sectores (TABLA 9).

² Los recursos del fisco corresponden a fondos obtenidos vía impuestos generales.

Tabla 9

Regímenes de Caja Fiscal. Parámetros de jubilación ordinaria

	Adm. central	Magisterio Nacional*	Docentes Universidad Nacional*	Magistrados judiciales	Fuerzas armadas	Fuerzas policiales
Tasa de contribución	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %
Edad de retiro	62	No requiere	No requiere	50	No requiere	No requiere
Años de aporte	20	28*	28*	24	-	-
Tasa de sustitución	47 % + 2,7 p.p. por año adicional	87 %	87 %	93 %	100 %	100 %
Ajuste de jubilaciones	IPC	IPC	IPC	IPC	Equiparado al activo	Equiparado al activo

Fuente: Elaboración propia, en base a normativas vigentes. No incluye jubilación anticipada.

Nota: p.p: puntos porcentuales.

*En regímenes de magisterio nacional y docentes universitarios se computan hasta 3 hijos como años de aporte.

La inequidad entre sectores conlleva, al mismo tiempo, un efecto negativo en términos de sostenibilidad financiera de la Caja Fiscal. En la TABLA 10 se presentan los ingresos por aportes y los egresos para pago de jubilaciones y pensiones de la Caja Fiscal en el 2017, desagregados en los seis regímenes.

Con respecto a los programas civiles, el único régimen deficitario corresponde al del Magisterio Nacional, con un déficit 31 % al cierre del 2017, el cual es financiado con el superávit de los demás regímenes. Esta es una transferencia hacia un sector que ya cuenta con parámetros jubilatorios muy beneficiosos en relación a los demás regímenes del sector civil.

En cuanto a los programas no civiles, los déficits son financiados con recursos del fisco³. El de Fuerzas Armadas cerró el 2017 con un déficit del 78 %, mientras que el correspondiente a las Fuerzas Policiales alcanzó el 58 %.

3 Los recursos del fisco corresponden a fondos obtenidos vía impuestos generales.

Tabla 10

Flujos de ingresos y gastos de la Caja Fiscal. Millones de ₡

Regímenes	Aportes	Gastos	Superávit/Déficit	
			Monto	%
Civiles	1.598.482	1.412.974		
Administración Central	843.915	428.184	415.731	97 %
Docentes Universitarios	96.174	72.444	23.730	33 %
Magistrados Judiciales	47.639	25.545	22.094	86 %
Magisterio Nacional	610.754	886.801	-276.047	-31 %
No civiles	329.017	1.056.386		
Policías	210.329	506.337	-296.008	-58 %
Militares	118.688	550.049	-431.361	-78 %
Total civiles y no civiles	1.927.499	2.469.360	-541.861	-22 %

Fuente: Dirección de Jubilaciones y Pensiones, MH (diciembre 2017).

La Caja Fiscal realiza inversiones para rentabilizar los ahorros previsionales mediante la colocación del excedente de los programas contributivos civiles. Desde el 2013, los recursos excedentes se invierten en compra de bonos de la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD). Hasta el cierre del 2017, se han invertido en total ₡ 1,55 billones, y en términos acumulados se han recibido ₡ 162.451 millones en concepto de intereses (TABLA 11).

Tabla 11

Flujos de inversiones en bonos de la AFD. Millones de ₡

Año	Montos invertidos – Bonos de la AFD	Plazo	Tasa de interés	Monto acumulado de intereses percibidos	Monto acumulado de intereses a percibir
2013*	200.000	3 años	7,5 %	-	-
2014*	300.000	3 años	6,5 %	15.000	-
2015	300.000	4 años	6,2 %	34.500	37.149
2016	350.000	5 años	6,2 %	53.151	86.859
2017	400.000	5 años	6,2 %	59.800	124.068
Total	1.550.000			162.451	248.076

Fuente: Dirección de Jubilaciones y Pensiones, MH (diciembre 2017).

*Capital recuperado

Sin embargo, el 76 % de los recursos excedentes se encuentran depositados en su totalidad en el Banco Central del Paraguay (BCP) (TABLA 12). La normativa vigente restringe alternativas de inversión y el Presupuesto General de Gastos de cada año limita el monto, por lo que se requiere de facultades legales que permitan aumentar y diversificar la inversión de las reservas.

Tabla 12

Disponibilidad total de la Caja Fiscal

Concepto	Monto (millones de ₡)	Proporción
Disponibilidad Cuenta BCP	4.338.327	76 %
Saldo en bonos AFD-capital	1.050.000	18 %
Intereses a cobrar	307.027	5 %
Totales	5.695.354	100 %

Fuente: Dirección de Jubilaciones y Pensiones, MH (diciembre 2017).

Ambas cajas, como inversionistas institucionales y administradores de fondos previsionales, tienen el rol de transformar ahorros en financiamiento de largo plazo, lo cual tiene el potencial de contribuir al desarrollo financiero y al crecimiento económico. De hecho, son tenedores de una parte importante del *stock* de activos financieros del sistema y deben potenciar la competencia haciendo más eficiente el mercado.

Las cajas previsionales en el mundo, como inversionistas institucionales y administradores de fondos previsionales, generalmente tienen un horizonte de inversiones de largo plazo. De hecho, son tenedores de una parte importante del *stock* de activos financieros del sistema y contribuyen a potenciar la competencia haciendo más eficiente al mercado. Como una referencia, los activos financieros de la Caja Fiscal y del IPS constituyen el 13 % del total de los activos del sistema financiero (TABLA 13).

Tabla 13

Participación de las cajas en el sistema financiero

Concepto	IPS	Caja Fiscal*	Activos del sistema
Activos financieros / Activos sector financiero	8,4 %	4,15 %	13 %

Fuente: Dirección de Jubilaciones y Pensiones, MH (diciembre 2017).

*Incluye saldo disponible en el BCP año 2016

|| Importancia de la creación de una Superintendencia de Jubilaciones y Pensiones

La supervisión y regulación de la gestión de fondos de jubilaciones son requerimientos imperativos para un sistema de jubilaciones, de manera que se asegure una gestión transparente y eficiente para resguardar el cumplimiento de las actuales y futuras jubilaciones. El Paraguay es uno de los pocos países de la región que no cuenta con una institución especializada en la supervisión de fondos previsionales y tampoco un marco regulatorio integral para las cajas de jubilaciones públicas de aportación obligatoria y las privadas de aportación voluntaria, lo cual representa un riesgo latente y una debilidad importante para la sostenibilidad financiera del sistema.

Desde la década de los 90, organismos internacionales han reiterado la necesidad de una supervisión especializada de las cajas previsionales en Paraguay. En abril del 2017, el Poder Ejecutivo presentó al Congreso Nacional el proyecto de ley que propone la creación de la Superintendencia de Jubilaciones y Pensiones, con un Consejo Asesor del Sistema Nacional de Jubilaciones y Pensiones.

La creación de una superintendencia de jubilaciones significa el establecimiento de reglas prudenciales que apunten a resguardar la sostenibilidad del sistema, lo que implica la obligación de diversificar el portafolio de inversiones tanto en instrumentos como en emisor, con calificaciones adecuadas y evitando al máximo instrumentos con escasa información o sujetos a conflictos de interés, en un contexto de eficiencia financiera.

Implica también la obligatoriedad de realizar periódicamente estudios actuales, así como tener que tomar medidas tendientes a la sostenibilidad de los programas, buscando resguardar los derechos de los aportantes y de los jubilados.

Con la conformación de una superintendencia, se establece un procedimiento participativo y técnico con el objetivo de promover el estudio y la preparación de iniciativas que apunten a un mejor funcionamiento del sistema, así como lineamientos generales para la implementación de eventuales reformas del régimen previsional. Esto es importante, ya que es necesario establecer una instancia de análisis permanente para proponer medidas con los correspondientes sustentos técnicos, en línea con la sostenibilidad y equidad en el sistema.

Al mismo tiempo, son claves el debate y el análisis (a través del Consejo Asesor) sobre los retos del ahorro de largo plazo y el diseño de un esquema de incentivos que permita fortalecer la contribución al sistema previsional.

Proyección del déficit del sistema de pensiones contributivas

En esta sección se realiza un ejercicio de simulación del comportamiento del sistema previsional del país, proyectando el flujo futuro de ingresos y gastos de la Caja Fiscal y el IPS. Para ello, se utiliza la metodología de Keim (2017).

De esta manera, se busca estimar el comportamiento esperado de las cajas previsionales realizando un ejercicio económico-financiero con datos del 2016 y con algunas simulaciones que reflejen la aplicación de ajustes, mediante el cálculo del valor actual neto del flujo proyectado a 50 años. Al mismo tiempo, se observan los desafíos del cambio demográfico.

El modelo de proyección utiliza supuestos que consideran gastos e ingresos como proporciones del Producto Interno Bruto (PIB). Los datos utilizados para realizar este ejercicio provienen del FMI, la Organización Internacional del Trabajo (OIT), el Departamento de Población de las Naciones Unidas (ONU), la Dirección General de Estadística, Encuestas y Censos (DGEEC) y el BCP.

Proyección del gasto

A fin de proyectar la proporción del gasto en pensiones sobre el PIB se utilizan cuatro componentes claves:

- *Tasa de dependencia de la población adulta mayor*

Permite medir el impacto del envejecimiento teniendo en cuenta la relación entre la población que ya no se encuentra activa laboralmente por vejez y la población en edad de trabajar. Para este ejercicio se define a la población inactiva por vejez a la que cuenta con 60 o más años (en edad de jubilación) y a la población en edad de trabajar a la que tiene entre 15 y 59 años de edad.

- *Generosidad de los beneficios de pensión*

Este nivel de reemplazo se mide teniendo en cuenta los beneficios de pensión por beneficiario como un porcentaje del PIB por trabajador. El PIB por trabajador puede interpretarse como un proxy para los niveles de ingresos. En el horizonte de pronóstico, se supone que esta relación se mantiene constante para el sistema de la Caja Fiscal y el IPS, suponiendo implícitamente que la metodología vigente para el cálculo de beneficios de pensiones se mantiene sin cambios.

- *Cobertura de población adulta mayor*

La cobertura de pensión está definida como la cantidad de personas de 60 o más años que perciben ingreso por jubilación sobre el total de personas del mismo rango de edad.

El supuesto clave en esta proyección es que todos los beneficiarios en la proyección cuentan con jubilación ordinaria, es decir, no utilizan las jubilaciones anticipadas que requieren 30 años de contribución y una edad mínima de 55 años, ni pensiones proporcionales, que requieren 15 años de aportes y una edad mínima de 65 años.

- *Evolución de la tasa de empleo*

La variable utilizada en la proyección es el empleo como porcentaje de la población en edad de trabajar. El empleo esperado se calcula suponiendo que la tasa de desempleo se mantiene constante en el horizonte de proyección.

Utilizando estas variables es posible proyectar el gasto como proporción del PIB siguiendo la fórmula:

$$\frac{\text{Gasto pensiones}}{\text{PIB}} = \frac{\text{Pob}(60 \text{ o más años})}{\text{Pob}(15 - 59 \text{ años})} \times \frac{1}{\text{Tasa de empleo}} \times \frac{\text{Beneficiarios}}{\text{Pob}(60 \text{ o más años})} \times \frac{\text{Pension media}}{\text{PIB por trabajador}}$$

|| Proyección del ingreso

Para las proyecciones de ingreso se utilizan dos fuentes principales:

- *Contribuciones*: los niveles de las contribuciones se estiman a partir de las proyecciones de crecimiento de los ingresos contributivos y del PIB.
- *Ingreso por inversiones*: suponemos que los ingresos netos no contributivos son un porcentaje del total de activos.

Para el IPS, los activos se calculan recursivamente, es decir, tomando niveles anteriores y agregando el ingreso neto total; en el caso de un déficit, los activos se liquidan por el importe del ingreso neto negativo. Para el caso de la Caja Fiscal, se supone que continuará renovando sus inversiones en bonos y recibirá los ingresos de inversión asociados.

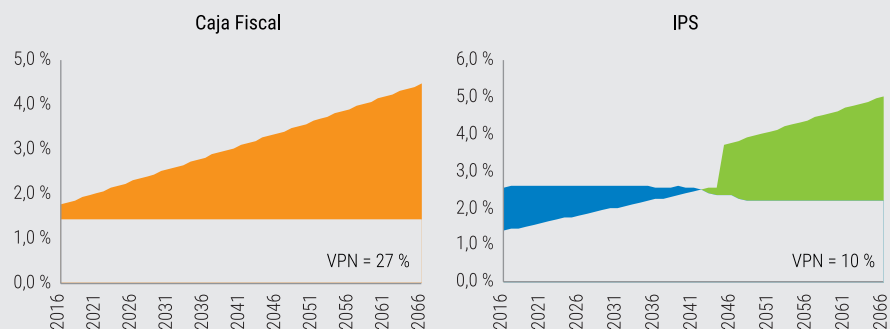
|| Cálculo del déficit en diferentes escenarios

Escenario 1. Escenario base sin ajustes

En el primer escenario, el déficit proyectado al 2066 representa el 27 % del PIB del año base, en términos corrientes. Por su parte, el IPS presentaría una situación deficitaria en el 2043, representando el valor presente del déficit el 10 % del PIB del año base (GRÁFICO 9).

Gráfico 9

Déficit proyectado 2016-2066. Valor presente del déficit como porcentaje del PIB corriente (escenario 1)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCP, FMI y DGEEC.

La Caja Fiscal deberá implementar medidas de ajustes para restaurar el perfil de sostenibilidad del sistema actual. Solamente homogeneizando beneficios y corrigiendo aquellas tasas de sustitución que sean muy elevadas respecto a las de otros sectores, se podría volver a una situación de viabilidad.

Por su parte, el IPS, a pesar de no presentar un déficit en los próximos 27 años, deberá tomar medidas que garanticen la situación de los futuros jubilados, quienes representarán una proporción importante de la población beneficiaria, considerando que el empleado promedio tiene actualmente 30 años de edad (Dirección General de Estadística, Encuestas y Censos, 2016).

Escenario 2.1. Incremento de las inversiones de la Caja Fiscal

Se realizó la simulación de un incremento de las inversiones en el mercado financiero por parte de la Caja Fiscal. Se supone una duplicación de las inversiones en un periodo de 5 años, con lo cual la proporción de 0,6 %⁴ pasaría al 1,3 % del PIB.⁵

Este ejercicio afecta principalmente al componente del ingreso debido a que se suman los intereses obtenidos por estas inversiones al ingreso de los aportantes, afectando positivamente el flujo de ingresos de la Caja Fiscal.

El valor presente neto del déficit proyectado al 2066 permanece casi sin variaciones, pasando del 27 % del PIB al 26 % del PIB del año base. La adopción de

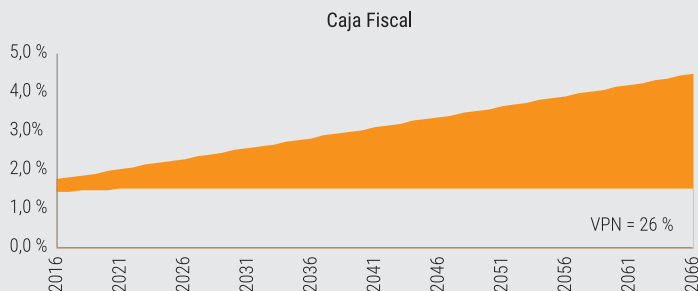
4 Corresponde al valor facial de la inversión en bonos de la AFD (al cierre del 2017).

5 50 % del saldo disponible en el BCP 2016.

esta política no permite eliminar o reducir la situación deficitaria, por lo cual se evidencia la necesidad de implementar adicionalmente otras políticas de ajuste en el caso de la Caja Fiscal (GRÁFICO 10).

Gráfico 10

Déficit proyectado 2016-2066. Valor presente del déficit como porcentaje del PIB corriente (escenario 2.1)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCP, FMI y DGEEC.

Si bien esta política no muestra una contribución importante para reducir el déficit (con un marco normativo que permita aumentar y diversificar los recursos excedentes) podría desplazar la frontera eficiente de inversiones. Permitiría a los recursos excedentes acceder a mejores combinaciones riesgo/retorno que el mercado dispone, con un horizonte de inversiones coherente con el de los Fondos de Pensiones, acompañando el desarrollo de mercado al mismo tiempo.

Escenario 2.2 Homogeneización de la generosidad de las jubilaciones y pensiones (Caja Fiscal)

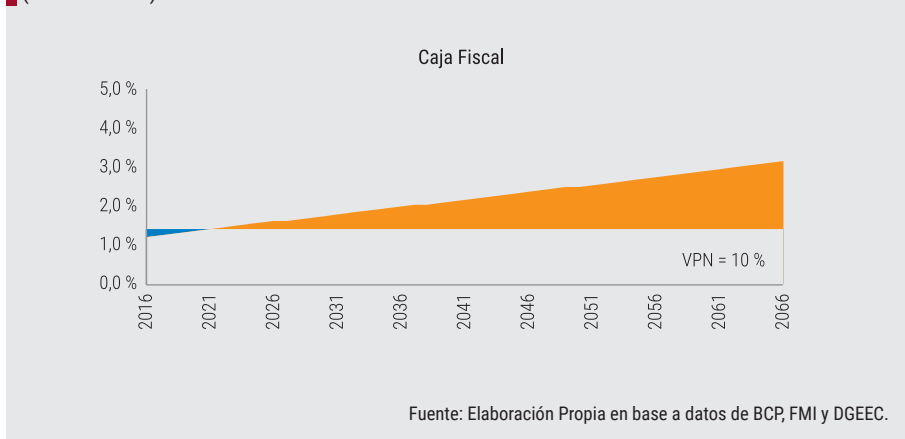
Se realizó la simulación de homogeneización de beneficios para la Caja Fiscal, suponiendo que en promedio la tasa de generosidad llega al 70 %.⁶ El indicador representa los beneficios de pensión por beneficiario como un porcentaje del PIB por trabajador.

La adopción de esta política posterga en 7 años el déficit de la Caja Fiscal (2023). El valor presente neto del déficit proyectado al 2066 se reduce en 17 puntos porcentuales en relación con el escenario base, pasando del 27 % del PIB al 10 % del PIB del año base (GRÁFICO 11).

⁶ La tasa de generosidad promedio de los países de la OECD. Fuente: www.oecd.org

Gráfico 11

Déficit proyectado 2016-2066. Valor presente del déficit como porcentaje del PIB corriente (escenario 2.2)



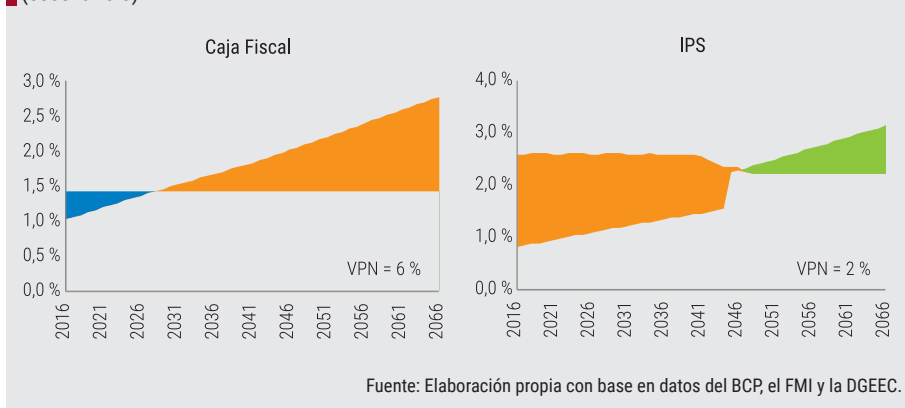
Escenario 3. Jubilación obligatoria a los 65 años

Partiendo del escenario base, en este análisis suponemos un incremento de los años de aporte de los funcionarios en 5 años. Este ejercicio afecta principalmente al componente del gasto, debido a la variación en la tasa de cobertura. Esta variación es el resultado estimado de una reducción del gasto en jubilados y una reducción en la población en edad de jubilación.

En este escenario se observa una situación superavitaria para la Caja Fiscal, hasta el 2028, donde se inicia un déficit. Por su parte, el IPS posterga su situación deficitaria al 2047 y reduce el déficit en términos acumulados.

Gráfico 12

Déficit proyectado 2016-2066. Valor presente del déficit como porcentaje del PIB corriente (escenario 3)



Mediante la adopción de esta política, el valor presente del déficit de la Caja Fiscal pasa a ser 6 % del PIB del año base. Por su parte el IPS presenta un déficit equivalente al 2 % del PIB del año base realizando una proyección al 2066 (GRÁFICO 12).

Escenario 4. Incremento en la proporción de contribuciones (formalización - IPS)

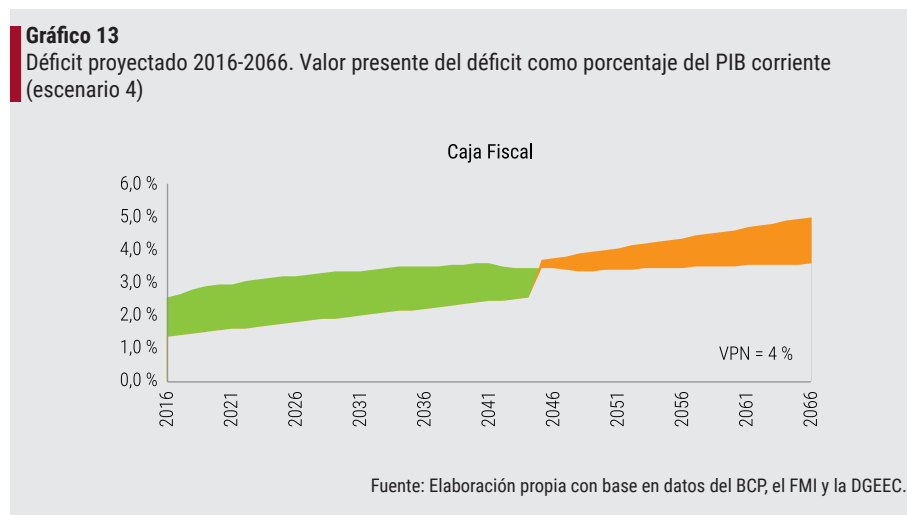
En este análisis se considera el comportamiento del sistema ante una política activa de formalización. Considerando que el IPS posee una proporción de ingreso por contribuciones respecto del PIB de 2,2 %, se proyecta un incremento de un 63 %, alcanzando el 3,6 % en un periodo de 50 años.

El comportamiento proyectado es de un rápido crecimiento en los primeros años y una posterior estabilización de la tasa considerando el alto nivel de informalidad actual en el mercado laboral. Para este análisis consideramos la tasa de recaudaciones y la proporción del total de aportes respecto del PIB.

Mediante la adopción de esta política se observaría un superávit en IPS hasta el 2045, y un déficit menor, considerando un escenario en el que no se implementa ninguna política. Así el valor presente del déficit proyectado al 2066 se reduce del 10 % al 4 % del PIB del año base (GRÁFICO 13).

Gráfico 13

Déficit proyectado 2016-2066. Valor presente del déficit como porcentaje del PIB corriente (escenario 4)



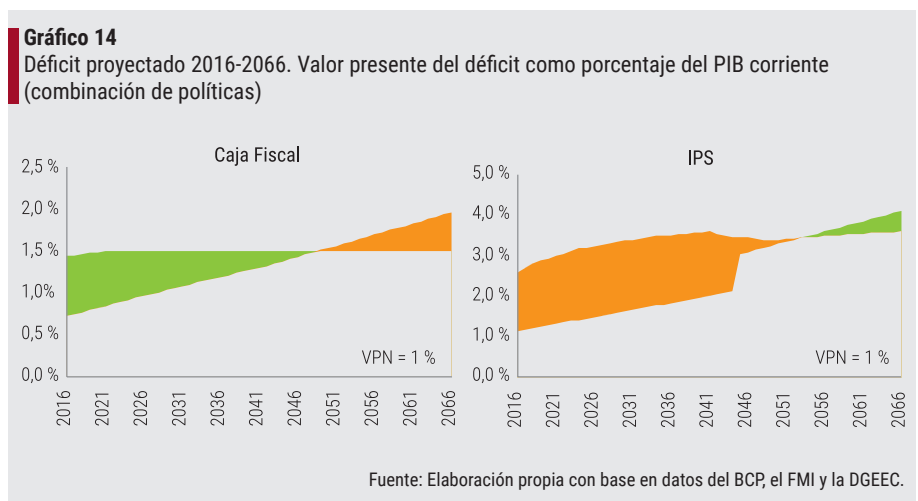
Escenario 5. Combinación de las políticas

Como último ejercicio, se presenta la posibilidad de aplicar en conjunto las medidas previamente analizadas y, adicionalmente, solo para la Caja Fiscal, in-

roduciendo una homogeneización de beneficios, suponiendo que en promedio la tasa de generosidad llegue al 70 %⁷ y se produzca un mejoramiento de sus inversiones, como ya fue analizado previamente.

Para todo el sistema (Caja Fiscal e IPS), se supone un incremento de la edad de retiro a 65 años y para el IPS un aumento de la formalización del mercado. De las simulaciones realizadas se deduce que la aplicación de medidas de política simultáneas tiene mayor efecto sobre el comportamiento del flujo de ingresos y gastos que la aplicación de una medida aislada.

Mediante la adopción de esta combinación de políticas, la Caja Fiscal estaría presentando una situación deficitaria en 2051 y el IPS en 2055. En esta situación, el valor presente del déficit proyectado al 2066 tanto de la Caja Fiscal como del IPS sería equivalente al 1 % del PIB del año base (GRÁFICO 14).



Cualquier tipo de ajustes debe considerar la heterogeneidad del sistema previsional y las inequidades existentes, así como la relevancia de los incentivos adecuados para la formalización del mercado laboral y para la contribución al sistema.

En general, en un sistema de reparto se debería tender a la homogeneización de aportes y beneficios, con una correspondencia entre los mismos y tasas que garanticen la sostenibilidad de largo plazo.

7 La tasa de generosidad promedio de los países de la OECD. Fuente: www.oecd.org.

Estimación de los costos a largo plazo de la pensión no contributiva

Esta sección se basa en el análisis realizado por Bosch, Melguizo & Pagés (2013) del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) sobre la cobertura universal en América Latina y el Caribe de la población adulta de 65 o más años de edad. En el caso de Paraguay, se analiza el gasto total en pensiones no contributivas,⁸ específicamente, el Programa de Adultos Mayores en situación de vulnerabilidad.

A fin de estimar el gasto total del programa, se mantiene la pensión mensual como una proporción del 25 % del salario mínimo, el cual se multiplica por la cantidad de beneficiarios (en los diferentes escenarios), respecto a la evolución total de la población de 65 o más años de edad.

El costo de una pensión no contributiva como proporción del PIB está determinado por:

$$\frac{\text{Gasto pensiones}}{\text{PIB}} = \frac{(25\% * \text{salario mínimo legal}) * \text{población beneficiaria}_{65 \text{ y más años}}}{\text{PIB}}$$

Se analizan tres escenarios, simulando el alcance del programa mediante cambios en el criterio de selección de beneficiarios.

Cada uno de los tres escenarios propuestos considera una población objetivo diferente, proyectando: i) el comportamiento del gasto sin introducir modificaciones en el criterio de asignación; ii) los beneficiarios potenciales del programa, los cuales comprenden la población de 65 o más años de edad en condición de pobreza que no posee jubilación ni tampoco recibe el beneficio del programa, y iii) la cobertura universal, que incluye a toda la población mayor de 65 años que no cuenta con jubilación o pensión.

Escenario 1. Escenario base

El gasto actual del programa supera los G 900 mil millones, y beneficia a un total de 187.062 adultos mayores en situación de vulnerabilidad a febrero de 2018.

Considerando una tasa de descuento igual a la inflación proyectada del 4 % anual, se estima que el valor presente neto del gasto en pensiones no contributivas proyectado al 2046 equivale al 8 % del PIB del año base (2016), en términos acumulados (GRÁFICO 15).

⁸ Prestaciones monetarias por las cuales no se han realizado aportes durante el periodo de actividad laboral. Los beneficiarios de este tipo de pensiones no aportaron a ningún sistema.

Se puede ver que el peso del programa irá subiendo gradualmente de manera significativa, lo cual se relaciona también con la transición demográfica, donde habrá una mayor proporción de la población en edad de jubilación (TABLA 14).

Tabla 14

Gasto proyectado en pensión alimentaria para personas adultas mayores en situación de pobreza 2016-2046 (escenario 1)

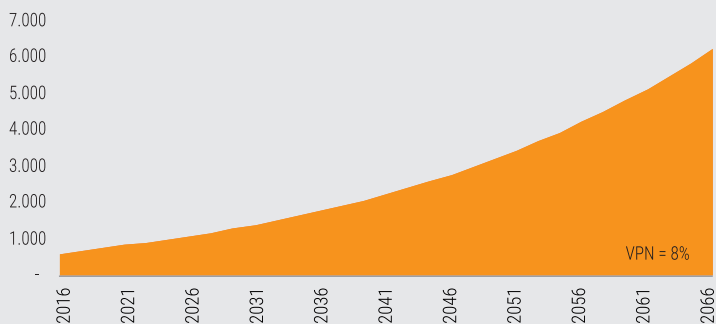
Año	2016	2026	2036	2046
PIB estimado (billones de ₡)	156	331	712	1,529
Pensión promedio	456.014	726.264	1.075.049	1.591.335
Población total	6.775.786	7.585.445	1.075.049	1.591.335
Población 65 y más (estimada)	406.547	641.729	911.924	1.194.725
Beneficiarios del programa	111.046	175.284	249.086	326.332
Gasto total en pensiones (miles de millones de ₡)	608	1.528	3.213	6.232
Gasto/PIB	0,39 %	0,46 %	0,45 %	0,41 %

Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCP, el FMI y la DGEEC.

Gráfico 15

Gasto proyectado anual en pensión alimentaria para personas adultas mayores en situación de pobreza 2016-2046 (escenario 1)

Miles de millones de ₡



Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCP, FMI y DGEEC.

Escenario 2. Incluyendo a la población total en situación de pobreza (potenciales beneficiarios)

En este escenario, se incluye a los potenciales beneficiarios del programa, es decir, la población con 65 o más años en situación de pobreza que no se encuentra aportando a una caja de jubilaciones y que tampoco es beneficiaria del programa. Se estima que el valor presente neto del gasto en pensiones no contributivas pro-

yectado al 2046 equivale al 11 % del PIB del año base (2016), en términos acumulados (GRÁFICO 16).

La demanda de recursos del programa se incrementará sustancialmente y requerirá nuevos recursos ordinarios. De aquí la importancia de evaluar ajustes en el sistema previsional (TABLA 15).

Tabla 15

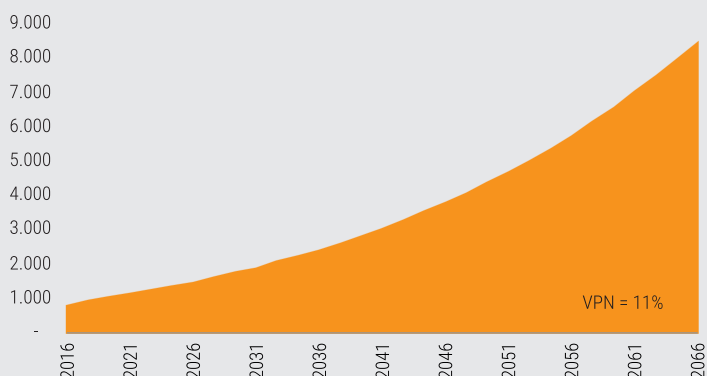
Gasto proyectado en pensión alimentaria para personas adultas mayores en situación de pobreza 2016-2046 (escenario 2)

Año	2016	2026	2036	2046
PIB estimado (billones de ₡)	156	331	712	1.529
Pensión promedio	456.014	726.264	1.075.049	1.591.335
Población total	6.775.786	7.585.445	8.260.177	8.771.845
Población 65 y más (estimada)	406.547	641.729	911.924	1.194.725
Beneficiarios del programa	151.916	239.797	340.762	446.437
Gasto total en pensiones (miles de millones de ₡)	831	2.090	4.396	8.525
Gasto/PIB	0,53 %	0,63 %	0,62 %	0,56 %

Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCP, el FMI y la DGEEC.

Gráfico 16

Gasto proyectado anual en pensión alimentaria para personas adultas mayores en situación de pobreza 2016-2046 (escenario 2)
Miles de millones de ₡



Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCP, el FMI y la DGEEC.

Escenario 3. Cobertura universal

Finalmente se analiza el escenario que incluye a toda la población mayor de 65 años sin jubilación o pensión. Realizando el mismo ejercicio, en términos acumulados, el valor presente neto del gasto alcanzaría el 23 % del PIB de 2016 (GRÁFICO 17).

Claramente, este escenario muestra el alto impacto de la universalización, lo cual seguramente impondría la obligatoriedad de tener que recortar otros programas de gasto público para su sostenimiento. Ciertamente, no parece una política coherente si se busca elevar la participación en el sistema contributivo (TABLA 16).

Tabla 16

Gasto proyectado en pensión alimentaria para personas adultas mayores en situación de pobreza 2016-2046 (escenario 3)

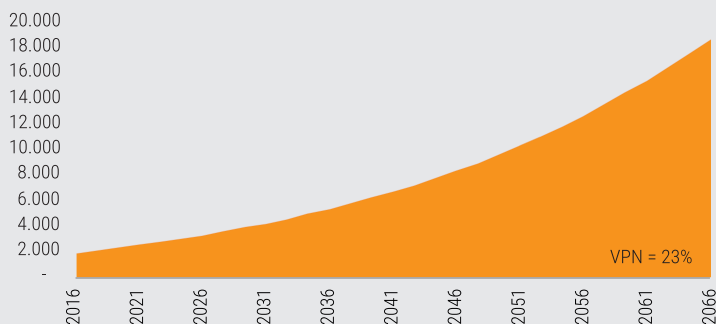
Año	2016	2026	2036	2046
PIB estimado (billones de ₡)	156	331	712	1.529
Pensión promedio	456.014	726.264	1.075.049	1.591.335
Población total	6.775.786	7.585.445	8.260.177	8.771.845
Población 65 y más (estimada)	406.547	641.729	911.924	1.194.725
Beneficiarios del programa	332.353	524.614	745.498	976.689
Gasto total pensiones (miles de millones de ₡)	1.819	4.572	9.617	18.651
Gasto/PIB	1,17 %	1,38 %	1,35 %	1,22 %

Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCP, el FMI y la DGEEC.

Gráfico 17

Gasto proyectado anual en pensión alimentaria para personas adultas mayores en situación de pobreza 2016-2046 (escenario 3)

Miles de millones de ₡



Fuente: Elaboración Propia en base a datos de BCP, FMI y DGEEC.

Conclusiones y recomendaciones

El sistema de jubilaciones y pensiones presenta grandes desafíos en cuanto a la cobertura previsional, la transición demográfica y, fundamentalmente, la sostenibilidad. Con respecto a los determinantes de la cotización, el tamaño de la empresa, el nivel de educación y de ingresos tienen un efecto positivo importante, mientras que los ocupados en sectores como la construcción, son los más vulnerables.

El diseño de políticas económicas que incentiven la contribución a la seguridad social debe considerar la volatilidad de los ingresos de los ocupados, así como el perfil socioeconómico de los sectores. Actualmente, el 77 % del empleo es generado en el sector de las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYMES).

En relación a la sostenibilidad, a partir de las estimaciones del flujo de ingresos y gastos del sistema de jubilaciones y pensiones, se demuestra un déficit en términos económicos financieros en un futuro próximo.

En los próximos años, se requerirán ajustes para hacer viable el sistema actual con reformas profundas, para elevar la cobertura de los trabajadores.

Este contexto, el potencial crecimiento a largo plazo del gasto público, que requiere el pago de las pensiones no contributivas, refuerzan la relevancia de la discusión de medidas que canalicen ajustes estructurales y permitan mejorar las condiciones de vida de los trabajadores, a través de esquemas integrados que promuevan incentivos al ahorro voluntario.

Considerando las mejores prácticas internacionales, una de las opciones que podrían estudiarse es avanzar hacia un esquema o estructura mixta, que contenga los tres pilares: un pilar solidario financiado con impuestos, un pilar del ahorro obligatorio financiado con aportes y un tercer pilar de ahorro voluntario, para los niveles de ingresos más altos.

Con la presentación al Congreso Nacional de un proyecto de ley que propone la creación de la Superintendencia de Jubilaciones y Pensiones, así como un Consejo Asesor, se dio un paso muy importante que apunta principalmente a hacer frente a problemas estructurales y a fortalecer el sistema, mediante la supervisión de la gestión del ahorro previsional.

El Consejo Asesor tendrá el rol de generar los canales institucionales para el trabajo coordinado con todos los agentes involucrados para el diseño adecuado de eventuales reformas.

Como inversionistas institucionales, las cajas previsionales tienen una participación activa en el mercado financiero, canalizando los recursos excedentes que disponen y el ahorro de los aportantes y jubilados hacia inversiones productivas, que satisfagan la demanda de mercado en condiciones de máxima prudencia, con

seguridad y rentabilidad. Esto refuerza la necesidad de un ente supervisor y regulador que establezca normas estándares para el sistema.

Los grandes retos que se tienen en el sistema previsional pueden transformarse en oportunidades para el desarrollo del sistema financiero y de capitales, así como para el fomento de un mayor crecimiento económico y desarrollo, que incrementen el bienestar de la población.

Referencias bibliográficas

- Banco Interamericano de Desarrollo, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y Banco Mundial. (2014). *Panorama de las Pensiones: América Latina y el Caribe*.
- Bosch, M., Melguizo, Á., & Pagés, C. (2013). *Mejores pensiones, mejores trabajos. Hacia la cobertura universal en América Latina y el Caribe*. Banco Interamericano de Desarrollo.
- Cavallo, E., & Serebrisky, T. (2016). *Ahorrar para desarrollarse. Cómo puede América Latina y el Caribe ahorrar más y mejor*. Banco Interamericano de Desarrollo.
- Cottarelli, C. (2011). *The Challenge of Public Pension Reform in Advanced and Emerging Economies*. International Monetary Fund.
- Dirección General de Estadística, Encuestas y Censos. (2016). Encuesta Permanente de Hogares (EPH). Principales Resultados.
- Instituto de Previsión Social. (2016). *Anuario Estadístico Institucional. Gerencia de Desarrollo y Tecnología*. Dirección de Planificación. Departamento de Estadísticas.
- Instituto de Previsión Social. Asesoría Actuarial. (2015). *Estudios y Proyecciones Actuariales de Régimen de Jubilaciones y Pensiones 2015 - 2010*. Resumen Ejecutivo. Informe Actuarial.
- Keim, G. (2017). *Temas seleccionados del FMI: Sistema de pensiones y salud de Paraguay - Informe del país No. 17/234*. Washington DC: Fondo Monetario Internacional.
- Ley 1/1909. Organización Administrativa y Financiera del Estado.
- Ley 1860/1950. Por el cual se modifica el decreto Ley 18071, del 18 de febrero de 1943 de creación del Instituto del Previsión Social.
- Ley 2345/2003. De reforma y sostenibilidad de la Caja fiscal. Sistema de Jubilaciones y Pensiones del Sector Público.
- Ley 375/1956. Por el cual se aprueba el decreto Ley 1860/1950, del 1 de diciembre de 1950 por el cual se modifica el decreto Ley 17071 de fecha 18 de febrero de 1943 de creación del Instituto de Previsión Social.
- Ley 4290/2011. Que establece el derecho a solicitar reconocimiento de servicios anteriores en el instituto de previsión social y modifica parcialmente el artículo 59 del decreto-Ley 860/50 aprobado por Ley 375 del 27 de agosto de 1956.
- Ley 4426/2011. Que establece un haber mínimo jubilatorio y de pensiones para los asegurados del Instituto de Previsión Social.
- Ley 98/1992. Que establece el régimen unificado de Jubilaciones y Pensiones y modifica las disposiciones del decreto Ley 1860/1950 aprobado por la ley 375/1956 y las leyes complementarias 537, 430 y 1286.
- Ministerio de Hacienda. (2008). *Boletín de Seguridad Social (BSS N° 2)*. Obtenido de <http://www.social-protection.org/gimi/gess/RessourcePDF.action;jsessionid=P2mbF4cb6VQPnJuiuNXg8izBwwpU2u1weGaFcGxWDAIlgP7kJ0Ab4!917277963?ressource.ressourceId=11866>
- Ministerio de Hacienda. (2017). Base de datos de la Dirección General de Jubilaciones y Pensiones.
- Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social. (2016). *Boletín Estadístico de Seguridad Social*. Obtenido de http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---americas/---ro-lima/---sro-santiago/documents/publication/wcms_613952.pdf
- Naciones Unidas. (2017). Perspectivas de la población mundial. *División de Población. Departamento de Asuntos Económicos y Sociales*.
- Navarro, B., & Ortiz, E. (2014). El sistema de pensiones del Paraguay: Debilidades que exhibe y perspectivas de la reforma. *Centro de Análisis y Difusión de la Economía Paraguaya*.

Anexo

Tabla A1
Variables del modelo de aporte

Variable	Descripción	Obs.	Media	Min	Máx
Aporta	1- Aporta. 0 - No aporta	17951	0,171133	0	1
Área de residencia	1- Urbana 0 - Rural	17972	0,550134	0	1
Grupo de edad	En cohortes de 5 años	17972	7,235366	2	13
Sexo	1 - Hombre 0 - Mujer	17972	0,609504	0	1
Años de estudio	En años	17972	8,863065	0	18
Quintil	Ingreso por quintil	17886	3,160461	1	5
Jefe	1- Jefe de Hogar 0-No Jefe	17967	0,443523	0	1
Sector 1	1- Agricultura, ganadería, caza y pesca (sector base)	17967	0,293037	0	1
Sector 2	1- Industrias manufactureras	17967	0,094228	0	1
Sector 3	1- Electricidad, gas y agua	17967	0,004453	0	1
Sector 4	1- Construcción	17967	0,070463	0	1
Sector 5	1- Comercio, restaurantes y hoteles	17967	0,247175	0	1
Sector 6	1-Transporte, almacenamiento y comunicaciones	17967	0,032448	0	1
Sector 7	1- Finanzas,seguros e inmuebles	17967	0,040964	0	1
Sector 8	1- Servicios comunales, sociales y personales	17967	0,217232	0	1
Tamaño empresa	Tamaño de la empresa (no incluye empleada doméstica)	15229	2,186815	1	6

Fuente: DGEEC (EPH 2016).

Tabla A2
Codificación de variables del modelo

Código	Tamaño de la empresa	Código	Cohorte de edad
1	Solo	1	menor de 14 años
2	2 a 5 personas	2	10 a 14
3	6 a 10 personas	3	15 a 19
4	11 a 20 personas	4	20 a 24
5	21 a 50 personas	5	25 a 29
6	51 a 100 personas	6	30 a 34
7	101 a 500 personas	7	35 a 39
8	Más de 500 personas	8	40 a 44
		9	45 a 49
		10	50 a 54
		11	55 a 59
		12	60 a 64
		13	de 65 y más años

Fuente: Elaboración propia en base a EPH, 2016.

Tabla A3
Resultados del modelo

	PROBIT
Área de residencia	0,0003258 [0,00433]
Edad	0,0032239*** [0,00076]
Sexo	0,0041242 [0,00385]
Años de estudio	0,0074839*** [0,00053]
Quintil ingreso	0,0109241*** [0,00154]
Jefe	0,0199383*** [0,00422]
Sector 2	0,0273957*** [0,00987]
Sector 3	0,1719541*** [0,06144]
Sector 4	-0,032128*** [0,00552]
Sector 5	0,0258581** [0,00766]
Sector 6	0,0928597*** [0,01983]
Sector 7	0,1040397*** [0,01873]
Sector 8	0,1474395*** [0,0159]
Tamaño empresa	0,0505994*** [0,0130135]
Observaciones	15.226
Pseudo R2	0,4426

* P < 0,1, ** p < 0,05, *** p < 0,01
Errores estándar en paréntesis

Fuente: Elaboración propia.

La inserción en los mercados internacionales y su efecto en el financiamiento

Humberto Colmán

El autor agradece la colaboración de José Tello, Ivan Haas y Rolando Sapriza.



Introducción

La economía paraguaya ha conseguido mantenerse firme con un crecimiento económico por encima de sus vecinos y socios comerciales. Entre otros factores, la inversión pública ha sido importante para mantener este crecimiento y por primera vez evitar las típicas contracciones pro cíclicas del gasto público.

Pero no solo se ha conseguido mantener, sino elevar el ritmo de incremento de la inversión pública, llegando al nivel más alto de inversión pública de los últimos 15 años.

Esto ha sido posible, en parte, gracias al aprovechamiento del acceso al ahorro externo, con la figura de la emisión de los bonos soberanos del Estado Paraguayo en los mercados financieros internacionales.

Las emisiones de bonos soberanos han significado un flujo de divisas hacia la economía nacional y han puesto la atención de los inversionistas internacionales en Paraguay, lo que ha permitido valorizar ventajas comparativas y reforzar ese proceso de crecimiento e inclusive un desacople de la región.

Además, la hipótesis de trabajo de este documento sostiene que la emisión de bonos soberanos en los mercados internacionales ha permitido elevar la demanda por instrumentos de la República del Paraguay, lo cual ha sido beneficioso para el financiamiento de las empresas nacionales que cotizan en los mercados internacionales.

El presente capítulo presenta, primeramente, una descripción del contexto y resultados recientes a nivel de la macroeconomía; posteriormente, realiza una breve revisión de las emisiones de los bonos soberanos en los mercados internacionales; seguidamente, expone evidencia del impacto de los bonos soberanos en el financiamiento empresarial, y cierra con unas consideraciones finales sobre los temas desarrollados.

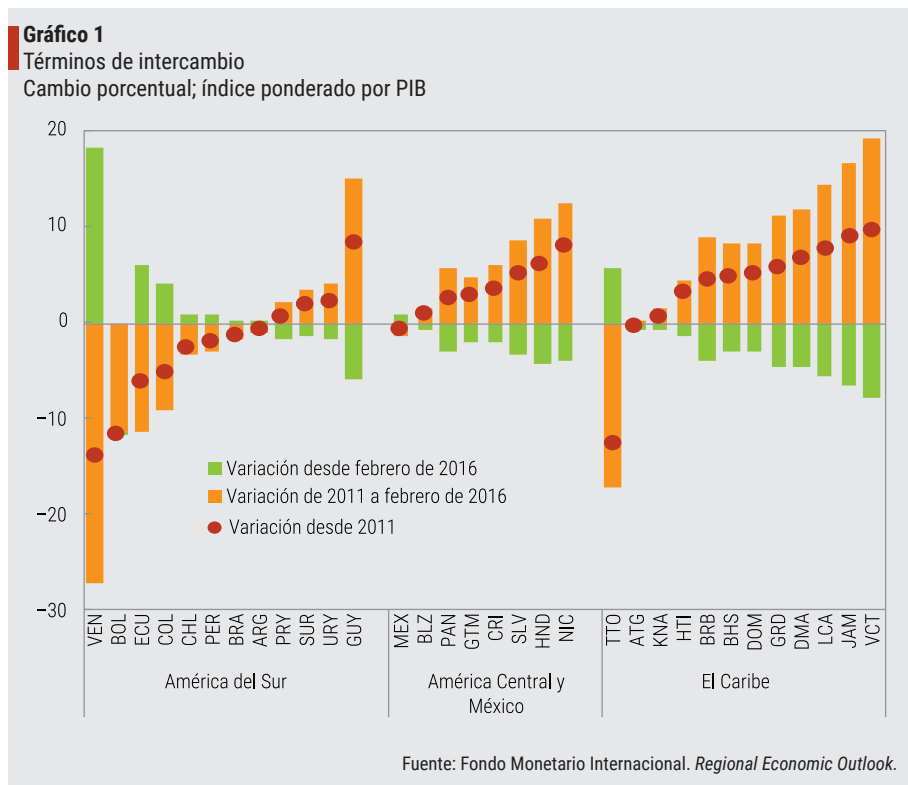
Inversión pública y crecimiento

En los últimos años, el Paraguay ha dado un salto importante en su desarrollo y su posicionamiento internacional. Ha logrado mantener un crecimiento económico envidiable en torno al 5 % en los últimos 10 años. En el 2017, la economía registró un crecimiento del 4,3 %, gracias, principalmente, a sus motores internos, a pesar de la coyuntura internacional desfavorable, en especial la de sus socios comerciales.

Los indicadores macroeconómicos se mantienen sólidos tanto en el sector externo como interno, con una inflación controlada y en línea con la meta del Banco Central del Paraguay (BCP), las cuentas fiscales sostenibles con un resultado fiscal que cerró el 2017 con un déficit del 1,4 % del PIB, por debajo del 1,5 % establecido en la Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF) y un nivel de deuda pública relativamente bajo, en torno al 24 % del PIB.

Se distinguen tres factores que explican el desempeño económico de los últimos años. El primer factor está relacionado exclusivamente con el sector externo, en una coyuntura de bajos precios de materias primas, donde los precios internacionales de los principales productos de exportación (soja, carne, cereales) han bajado sustancialmente. Sin embargo, la relación de términos de intercambio tuvo una baja relativamente menor en relación con otros países, como ha sido el caso de los países productores de *commodities* como el cobre o el petróleo.

Considerando la evolución del índice de términos de intercambio, desde el periodo a inicios del 2011 hasta principios del 2016, nuestro país tuvo incluso una variación positiva de 0,4 %, mientras que otros países de la región, como Bolivia, Colombia, Chile y Perú, registraron una caída de sus términos de intercambio (GRÁFICO 1).



El segundo factor que ha permitido mantener el ritmo de crecimiento es el renovado impulso de sectores no tradicionales, gracias a una mayor inversión del sector privado y a las políticas públicas de incentivo. En este sentido, durante el periodo 2007-2011, el crecimiento promedio de 5,1 % estuvo explicado en un porcentaje importante por la agricultura, que contribuyó con el 35,6 % del crecimiento. Durante el lapso 2012-2017, el crecimiento promedio fue del 4,8 %, lo que es explicado por un mayor aporte de otros sectores como la industria, con el 14,5 %, y la construcción, con el 6,4 %, mientras que el aporte de la agricultura se redujo al 19,6 %.

Durante el periodo 2012-2016, los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) se incrementaron en promedio un 26 % respecto al lapso 2007-2011, destacándose el sector terciario de la economía, que registró uno de los mayores incrementos: 49 %. En el tercer trimestre del 2017, el flujo de IED totalizó USD 306 millones, que, comparado con el mismo periodo de 2016, representa un crecimiento del 11 %. Este mayor flujo de inversión fue importante para la diversificación de la economía y, en ese sentido, se destacó el fuerte impulso que ha tenido la industria maquiladora, en la que sobresalieron las industrias de autopartes y las confecciones.

El tercer factor que explica el desempeño reciente de la economía se relaciona con el fuerte impulso que se dio a la inversión pública, tanto en calidad como en cantidad. En los últimos cinco años (2013-2017) se ha aumentado la inversión un 51,8 % en términos reales (Gs. constantes), acumulando un monto de Gs. 3.965 mil millones (US\$ 2.083 millones), frente a un monto invertido de Gs. 2.590 mil millones (US\$ 1.361 millones) en el periodo 2008-2012.



Durante el 2016, la inversión pública representó el 2,9 % del PIB y en el 2017 tal inversión representó el 3,2 % del PIB,¹ el mayor nivel desde el 2003 (GRÁFICO 2).

Fue posible destinar mayores recursos a la inversión pública gracias a dos hechos: por un lado, a la contención del gasto corriente, y por el otro, a la movilización del ahorro externo, mediante la emisión de bonos soberanos en los mercados internacionales.

La colocación de bonos soberanos a partir del 2013 se ha convertido en una importante fuente de financiamiento gubernamental para infraestructuras. El escenario ha sido propicio para emitir bonos en el mercado internacional, dada la fortaleza macroeconómica y la mayor liquidez de los mercados internacionales, que se han reflejado en la sobre demanda por los títulos emitidos.

La política de inserción del país en los mercados financieros internacionales seguida por el Gobierno se encuentra enmarcada en dos de los tres ejes estratégicos del Plan Nacional de Desarrollo Paraguay 2030. Estos ejes estratégicos son: crecimiento económico inclusivo, a través de la mejora de la competitividad e innovación, y la inserción del Paraguay en el mundo, a través de la atracción de inversiones y el impulso al comercio.

Para mantener e impulsar el crecimiento es necesario seguir invirtiendo para reducir el déficit en infraestructura. La estrategia del Gobierno, consistente en aumentar los niveles de inversión mediante la captación de recursos en los mercados financieros internacionales, ha sido una respuesta de política económica racional en el contexto de la importante disminución de los ingresos fiscales disponibles y de las condiciones excepcionales de bajas tasas de interés internacionales.

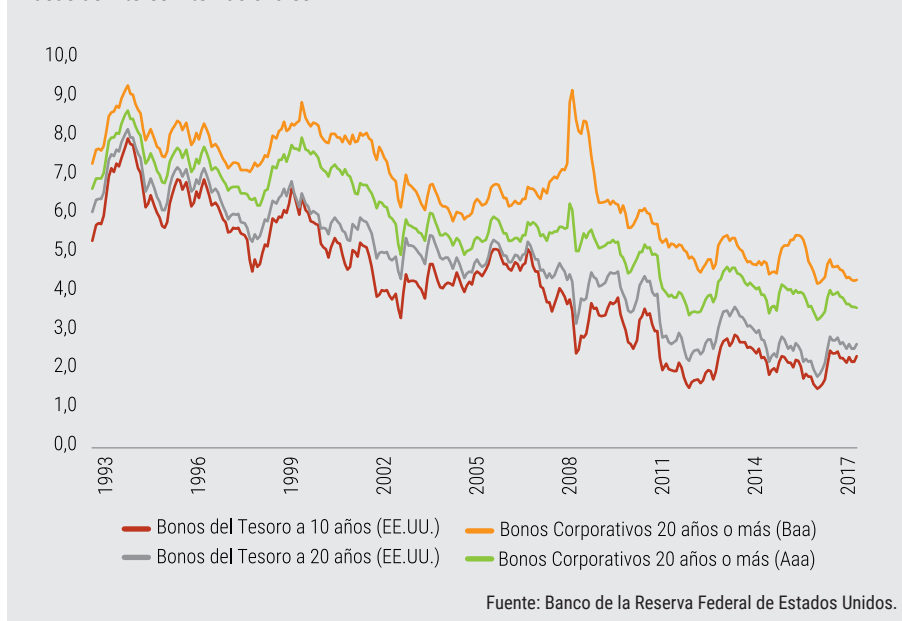
Los ingresos tributarios recaudados por la Administración Central, de crecer a una tasa promedio del 9,8 % en términos reales durante el periodo 2008-2012, pasaron a crecer a una tasa promedio menor de 5,6 % real en los últimos seis años (2013-2017).

La coyuntura internacional de mayor liquidez y bajas tasas de interés motivó la estrategia de inserción en los mercados financieros internacionales. El promedio de la tasa internacional Libor en dólares se ubicó en 4,4 % hasta el 2008, y desde el 2009 a esta parte, la misma se ha ubicado en apenas 0,7 % nominal, lo cual da una tasa de interés real negativa.

En general, si se consideran las tasas de interés internacionales de referencia para los bonos (las tasas de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos), se puede ver que, desde finales del 2000, las mismas registraron una reducción en promedio de 3,7 puntos porcentuales hasta octubre del 2017, lo que representa una reducción del 54 % en promedio (GRÁFICO 3).

1 Corresponde a la adquisición neta de activos no financieros de la Administración Central.

Gráfico 3
Tasas de interés internacionales



Paraguay ha ido ganando credibilidad hacia sus políticas macroeconómicas, lo cual le ha permitido acceder a buenas condiciones de financiamiento externo. Un historial de buen manejo macro fiscal por más de una década (desde 2003), la sanción de la Ley de Responsabilidad Fiscal, el impulso de nuevas modalidades de inversión pública, el cumplimiento de la meta inflacionaria, el tipo de cambio flexible que acomodó *shocks* externos han sido factores críticos detrás de la mayor credibilidad en la política económica.

Asimismo, la inversión pública financiada con bonos soberanos ha tenido un impacto positivo en el crecimiento económico, lo cual ha sido demostrado formalmente en el último *Informe de las Finanzas Públicas de la República del Paraguay* (Ministerio de Hacienda, 2017). La colocación de bonos, además de haber permitido financiar inversiones públicas, sirvió para que las empresas accedieran a nuevas fuentes de financiamiento.

En este contexto, las empresas privadas tienen, igual que el Gobierno, al mercado internacional como una importante fuente de financiamiento para sus necesidades de capital. La presencia activa también del Gobierno en tales mercados habría propiciado mejores condiciones para el financiamiento de las empresas nacionales cotizantes en los mercados internacionales.

La circulación de estos instrumentos y una presencia regular de la República del Paraguay en los mercados financieros internacionales inculcarán el mante-

nimiento de la disciplina y seriedad de la política económica. Esto, dado que la cotización de estos instrumentos incluye una continua valoración de riesgo de la economía, que se puede ver afectada por la toma de decisiones, con consecuencias importantes sobre los flujos de capitales, las inversiones y el tipo de cambio.

Este trabajo muestra cierta evidencia del impacto positivo de la circulación de bonos soberanos en el mercado financiero internacional, en el precio de los bonos corporativos y en las condiciones de financiamiento de las empresas nacionales que cotizan en dichos mercados. La mayor apertura a los mercados internacionales de capital habría tenido también un efecto de mayores flujos de capitales al país.

Historia de las emisiones de bonos soberanos

Paraguay ha marcado presencia en los mercados internacionales, con un total de seis colocaciones de bonos soberanos. Estos instrumentos son transados diariamente, con una cotización de precio y rendimiento que se puede ver en todo momento.

Como primer antecedente de emisión de bonos internacionales se encuentra la emisión del 25 de julio de 1999, cuando la República del Paraguay, China Trust Commercial Bank (Offshore Banking Units) y The International Commercial Bank of China (Offshore Banking Branch) firmaron un contrato de venta por USD 400 millones, a tasa variable,² con vencimiento el 26 de julio de 2019. No obstante, este bono no es de carácter transable en el mercado secundario, puesto que el único acreedor del mismo es el China Trust Commercial Bank. La operación estuvo amparada en la Ley 1421 del 10 de mayo de 1999 y su modificatoria, la Ley 1441 del 15 de junio de 1999, además de los decretos 4079 del 12 de julio de 1999 y 4216 del 22 de julio de 1999.

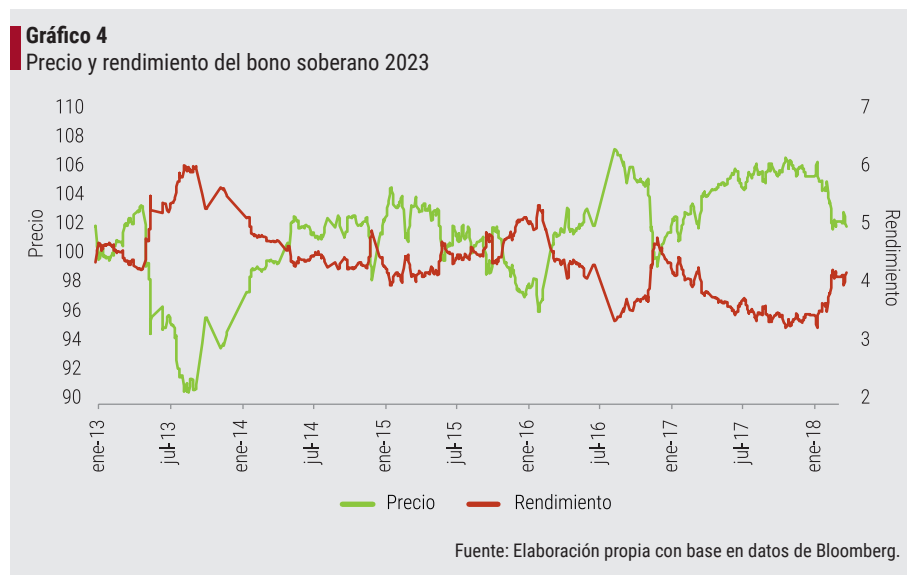
El 17 de enero de 2013, Paraguay debutó con la primera emisión de bonos en los mercados financieros internacionales, con un valor de USD 500 millones, y una tasa de interés de 4,625% a un plazo de 10 años. Obtuvo más de USD 5.000 millones de demanda, o sea, diez veces más que el monto emitido. Esto demostró el alto interés de los inversionistas en la calidad crediticia del Paraguay en esta emisión autorizada por la Ley 4848/2013 del Presupuesto General de la Nación 2013.

La diferencia de la tasa de interés de esta colocación con la tasa de interés libre de riesgo del Tesoro de los Estados Unidos, *spread* de tasas, es una referencia del riesgo soberano de la República del Paraguay. Se ubicó en 275 puntos básicos, es

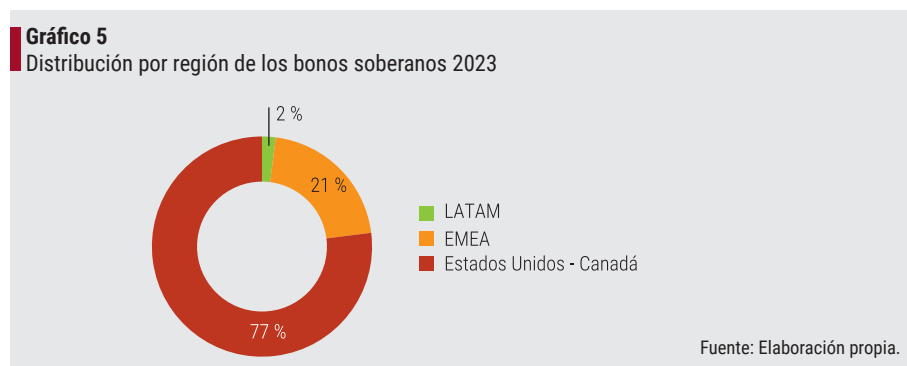
2 LIBOR a 6 meses + 1 % = 2,506% (al 29 de septiembre de 2017).

decir 2,75 puntos porcentuales. Esta sería la valoración efectiva o descubrimiento de mercado del riesgo soberano de nuestro país, y esta fue una de las mejores tasas y *spread* para una oferta inicial de un país emergente en desarrollo.

Pocos días después, el 25 de enero del 2013, el bono emitido ya cotizaba sobre la par con un valor de 102,108 y un rendimiento del 4,387 %. Desde inicios del 2018, el precio del mismo viene cotizando sobre la par, siendo este de 104,375 a finales de enero. Desde su emisión hasta la actualidad se registró un precio máximo siendo este de 107,373 y un rendimiento del 3,376 % (GRÁFICO 4).



La composición de la demanda por zona geográfica finalmente adjudicada fue: Estados Unidos y Canadá 77 %, Europa, Medio Oriente y África (EMEA por sus siglas en inglés) 21 % y países de Latinoamérica 2 % (GRÁFICO 5).



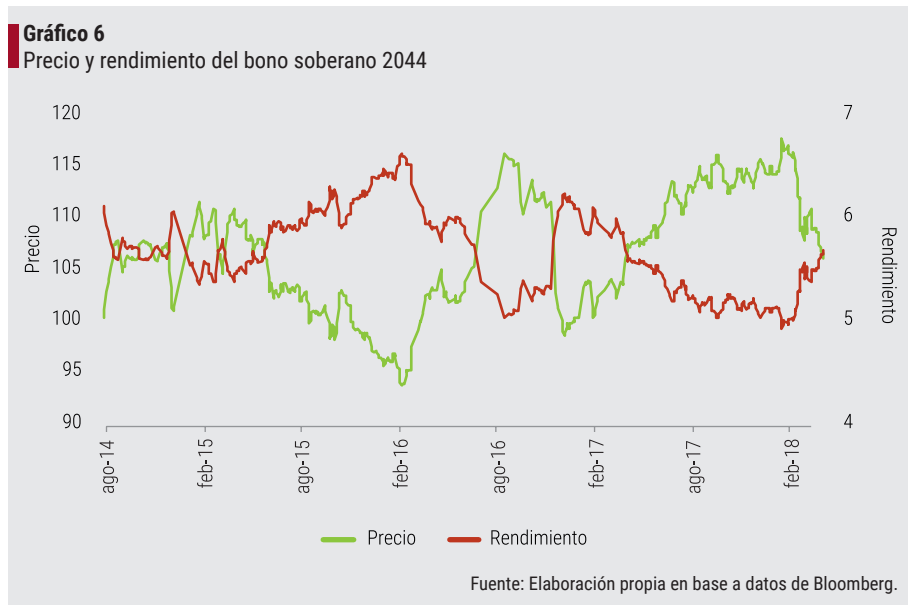
Para esta emisión, Paraguay contaba con la calificación BB- por parte de S&P y Fitch, y Ba3 por parte de Moody's. Las calificadoras de riesgo contribuyeron a mostrar los logros alcanzados, así como los desafíos del país, en áreas transversales como transparencia, crecimiento económico sostenido, entre otros. Estos aspectos son de vital importancia a la hora de la toma de decisiones de los inversionistas interesados en la compra de los títulos de Paraguay.

El 4 de agosto del 2014 Paraguay realizó con éxito su segunda oferta de bonos soberanos en el mercado internacional. El monto ofertado fue de USD 1.000 millones y se recibió una demanda 3,4 veces mayor a la oferta, obteniendo una tasa del 6,100 %, con un plazo de vencimiento de 30 años. La misma fue aprobada por la Ley de Presupuesto General de la Nación para el ejercicio fiscal 2014 y el monto fue ampliado por la Ley 5251/2014.

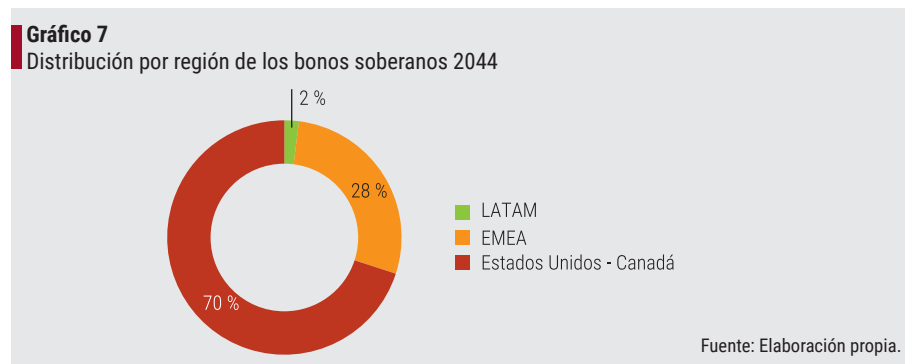
El *spread* de tasas fue de 281,6 puntos básicos o 2,816 puntos porcentuales. El mayor *spread* en relación con la emisión inicial se debe al mayor plazo de colocación.

Para dicha emisión el país contaba con calificación BB-, con perspectiva positiva por parte de Fitch; de BB con perspectiva estable por parte de Standard & Poor's, y Ba2 por parte de Moody's. Para esta segunda emisión en los mercados internacionales se produjeron aumentos de calificación crediticia respecto a la primera emisión por parte de S&P y Moody's.

Desde inicios del 2018, el precio de este bono viene cotizando sobre la par, cerrando a enero del 2018 a 114,818. Desde su emisión hasta la actualidad se registró un precio máximo de 117,748, con un rendimiento del 4,928% (GRÁFICO 6).



En cuanto a la composición de la demanda finalmente adjudicada por zona geográfica fue: Estados Unidos y Canadá 70 %, Europa, Medio Oriente y África 28 % y países de Latinoamérica 2 % (GRÁFICO 7).



El 30 de abril del 2015, Paraguay realizó con éxito su tercera oferta de bonos en el mercado internacional. La operación realizada fue una reapertura de los bonos ya emitidos en el 2013 por un monto de USD 280 millones, incrementando así el monto total del bono original a USD 780 millones, lo cual aportó mayor liquidez a este bono en particular, característica deseada por los inversionistas.

El bono fue colocado con una tasa de rendimiento de 4,15 % (a un precio de 103,11), con un *spread* de 222 puntos básicos por sobre el bono de referencia del Tesoro Americano, lo que equivale a aproximadamente 53 puntos básicos por debajo del *spread* sobre el Tesoro Americano de la emisión inaugural de Paraguay. Esto podría interpretarse como una calibración o ajuste hacia una calificación soberana más justa para la República, conforme el mercado internacional fue conociendo los fundamentos de la economía paraguaya.

Desde inicios del 2018 el precio del mismo viene cotizando sobre la par, siendo este de 104,375 a finales de enero. Desde su emisión hasta la actualidad se registró un precio máximo de 107,373 con un rendimiento del 3,3764 %.

Otro aspecto relevante de la reapertura de este bono es que la demanda máxima superó los USD 1.000 millones. La composición de los inversionistas por área fue la siguiente: Estados Unidos (77 %), Europa (21 %) y Latinoamérica (2 %). Tanto el volumen demandado como la diversificación geográfica alcanzada reflejaron el grado de conocimiento y la confianza de los inversionistas internacionales en nuestro país.

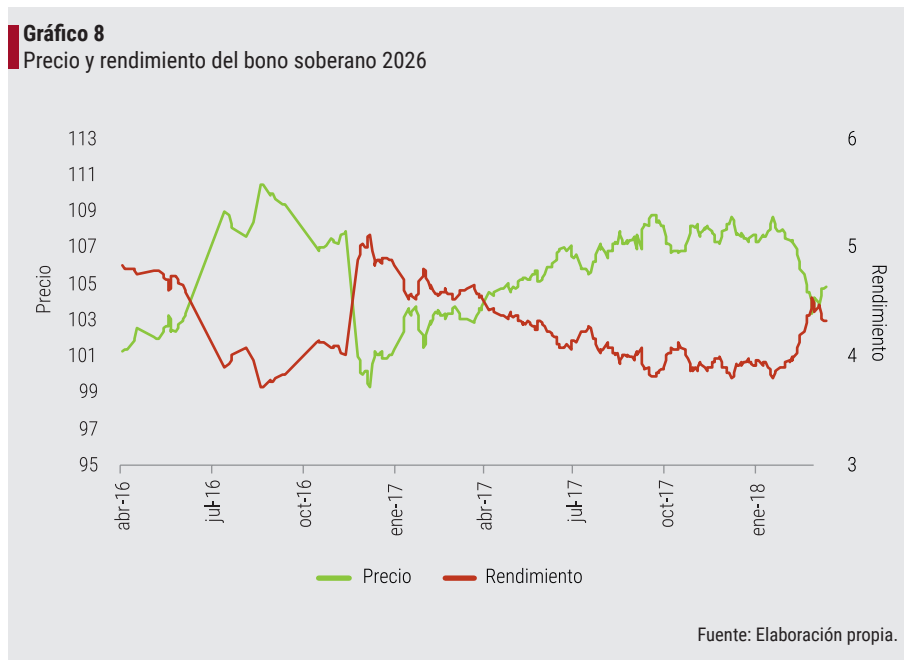
Para esta colocación, Paraguay contaba con la calificación BB por parte de Standard & Poor's y Fitch, y Ba1 por parte de Moody's. Antes de la reapertura del Bono 2023, las calificaciones crediticias fueron mejoradas por Moody's y por Fitch

en marzo y enero de 2015, esto último sin lugar a dudas fue algo muy positivo y oportuno antes de la subasta.

El 23 de marzo de 2016, Paraguay realizó una nueva emisión internacional por un monto de USD 600 millones con vencimiento a 10 años y una tasa de interés del 5 %, con una demanda de 4,25 veces más del monto que se deseaba colocar.

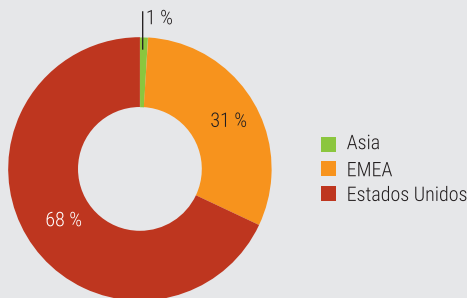
El *spread* se ubicó en 312,7 puntos básicos, lo cual resultó mayor a la emisión del 2013, debido a cuestiones exógenas a la economía paraguaya, relacionadas con las condiciones del mercado internacional al momento de la emisión.

Desde inicios del 2018, el precio del bono viene cotizando sobre la par. A finales de enero llegó a 106,690. Desde su emisión hasta la actualidad, se registró un precio máximo de 110,553, con un rendimiento del 3,727 % (GRÁFICO 8).



Para esta emisión el país contaba con la calificación BB, por parte de Standard & Poor's; BB, por parte de Fitch, y Ba1, por parte de Moody's. Respecto a los inversionistas, se observó una mayoría proveniente de Estados Unidos con 68 % de participación, seguida por Europa, Medio Oriente y África, con un 31 %, y el 1 % proveniente de Asia (GRÁFICO 9).

Gráfico 9
Distribución por región de los bonos soberanos 2026



Fuente: Elaboración propia.

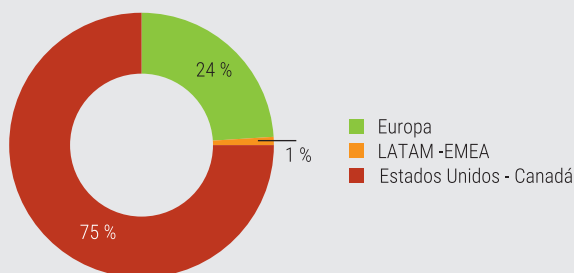
El 22 de marzo de 2017, Paraguay realizó una emisión internacional por USD 500 millones, a una tasa de 4,7 %, con vencimiento a 10 años. La oferta fue a la par y la demanda total máxima representó seis veces lo ofertado.

Con esta emisión, Paraguay marcó un nuevo punto de referencia en su curva de rendimiento, en un contexto donde el Poder Ejecutivo había vetado el Presupuesto General de Gastos de la Nación, lo que generaba cierto ruido en el momento de la colocación. En esta última emisión quedó destacada la confianza de los mercados en el Paraguay, a pesar del complejo ambiente político vivido en torno al proceso del presupuesto.

Para dicha emisión, el país seguía manteniendo la calificación BB, por parte de Standard & Poor's y Fitch, y Ba1, por parte de Moody's.

La composición de la demanda por zona geográfica adjudicada fue: Estados Unidos y Canadá 75 %, Europa 24 %, y, conjuntamente, países de Latinoamérica, Asia y Medio Oriente, 1 % (GRÁFICO 10).

Gráfico 10
Distribución por región de los bonos soberanos 2027

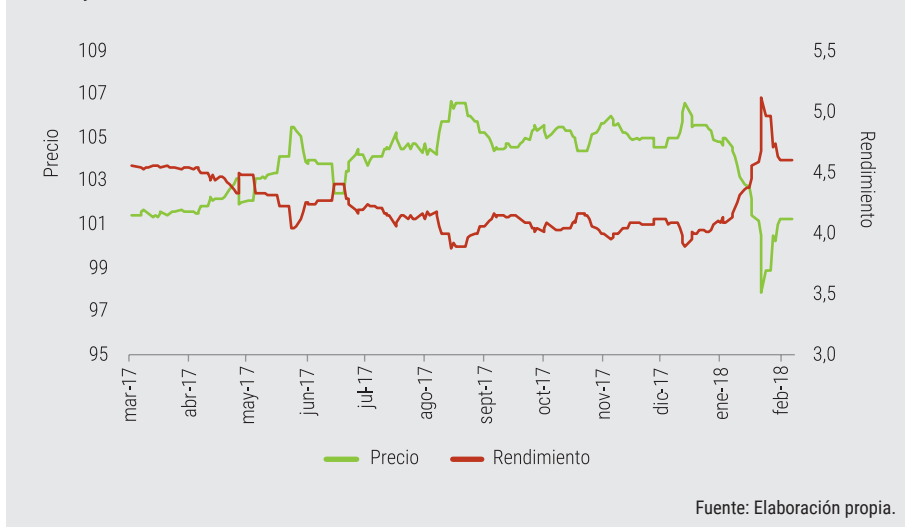


Fuente: Elaboración propia.

Desde inicios del 2018, el precio de este bono viene cotizando sobre la par, con un precio de 104,128 a finales de enero. Desde su emisión, se registró un precio máximo de 106,75, con un rendimiento del 3,893 % (GRÁFICO 11).

Gráfico 11

Precio y rendimiento del bono soberano 2027



Al tiempo de cerrar este trabajo, la República del Paraguay acaba de concretar una nueva operación de colocación de bonos soberanos en el mercado internacional, con excelentes condiciones dada la situación de reciente volatilidad.

A inicios de marzo se han emitido bonos por valor de USD 530 millones, a un plazo de 30 años y a una tasa de interés del 5,6 %, con un *spread* que se ubicó en 247,4 puntos básicos, recibiendo una demanda superior por valor de 5 veces al monto ofertado.

En relación a la colocación del 2014, esta operación significó una alentadora reducción de la tasa de interés y del *spread* o prima de riesgo soberano (TABLA 1).

Tabla 1

Características de la emisión de bonos soberanos entre 2013 y 2017

Datos a considerar	1. ^a colocación	2. ^a colocación	3. ^a colocación	4. ^a colocación	5. ^a colocación	6. ^a colocación
Fecha de colocación	25-ene-13	11-ago-14	30-abr-15	23-mar-16	22-mar-17	8-mar-18
Monto colocado	USD 500 millones	USD 1.000 millones	USD 280 millones	USD 600 millones	USD 500 millones	USD 530 millones
Demanda recibida	USD 5.500 millones	USD 3.400 millones	USD 1.000,3 millones	USD 2.552 millones	USD 3.018 millones	USD 2.600 millones
Interés de los inversores	11,1 veces más de lo colocado	3,4 veces más de lo colocado	3,6 veces más de lo colocado	4,25 veces más de lo colocado	6 veces más de lo colocado	5 veces más de lo colocado

Datos a considerar	1. ^a colocación	2. ^a colocación	3. ^a colocación	4. ^a colocación	5. ^a colocación	6. ^a colocación
Tasa de interés	4,63 %	6,10 %	4,15 %	5,00 %	4,70 %	5,60 %
Spread sobre el bono comparable de Estados Unidos	275 bps	281,6 bps	222 bps	312,7 bps	225 bps	247,4 bps
Precio de colocación	100 %	100 %	103,11 %	100 %	100 %	100 %
Plazo (años)	10	30	7,75	10	10	30

Fuente: Ministerio de Hacienda.

II Emisiones de títulos valores del sector privado a nivel internacional

La primera emisión de bonos internacionales del sector privado se dio en el 2011, incluso antes de la primera emisión realizada por el Gobierno. Aquella primera emisión fue hecha por el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria-Paraguay (BBVA-Paraguay), una operación inédita para el país hasta aquel momento.

En febrero del 2011, BBVA-Paraguay logró la emisión de bonos por un valor de USD 100 millones, con un vencimiento de 5 años, y cupones semestrales a una tasa de interés del 9,75 %. Esta emisión de bonos fue estructurada por Citi Bank New York y el BBVA New York.

Este hecho marcó el camino a otras empresas locales que posteriormente adoptarían este mecanismo de financiamiento y, lo más importante, posicionó al Paraguay ante los inversionistas extranjeros.

La segunda emisión de bonos internacionales del sector privado fue realizada por el Banco Continental Paraguay. Las autoridades del banco habrían visto la oportunidad de recurrir al mercado internacional para poder obtener fondos para el financiamiento de sus operaciones.

Fue así que, en octubre de 2012, el Banco Continental concretó la colocación de USD 200 millones, con una emisión estructurada por firmas reconocidas en el rubro, como el Bank of America, Merrill Lynch y el Citi Bank New York.

Las condiciones de la colocación del Banco Continental fueron mejores que las que había concretado la filial paraguaya del Banco BBVA en febrero de 2011, lo cual habría sido posible gracias a las condiciones de mercado y a una menor prima inaugural, seguramente en parte debido al descubrimiento de la emisión anterior. El plazo de colocación de los títulos de deuda fue de 5 años, con cupones semestrales y una tasa de interés del 8,875 %. Se podría decir que el costo de financiamiento mejoró tras el descubrimiento de mercado con la colocación del BBVA.

De esta forma, esta segunda emisión de bonos de empresas locales posicionó a las empresas y dio a conocer la imagen del Paraguay, lo que atrajo las miradas de los inversionistas del mundo. Así se dieron importantes pasos en el inédito proceso de inserción del país en los mercados financieros internacionales.

Al mismo tiempo que el Banco Continental concretaba la emisión de bonos en el mercado internacional, la filial paraguaya de la multinacional Millicom International Cellular SA: Telefonía Celular del Paraguay S.A. - Telecel Paraguay (Tigo) se encontraba planeando una emisión de títulos de deuda.

En diciembre del 2012, dicha empresa local concretaba la tercera emisión de bonos internacionales del sector privado por valor de USD 300 millones, marca récord para las emisiones de bonos corporativos del Paraguay, en cuanto a volumen se refería.

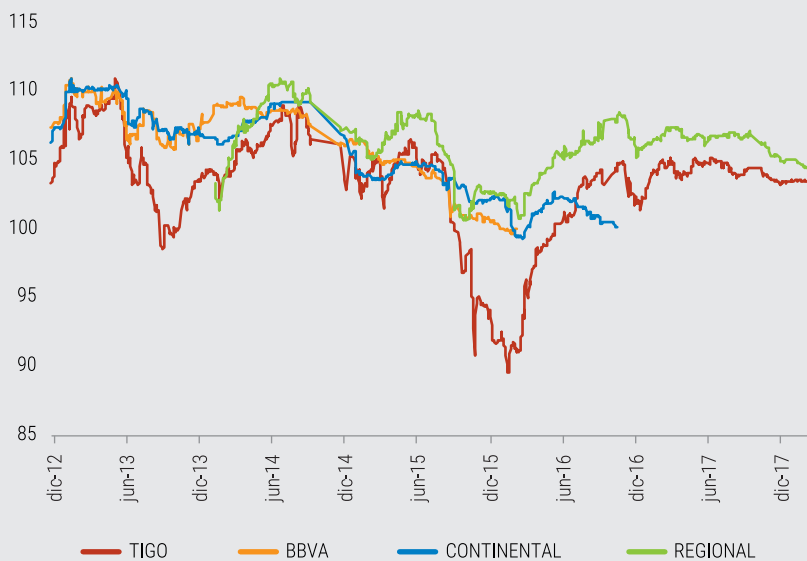
Las condiciones de la emisión fueron aún más favorables que las corporativas anteriores, con un plazo mayor de colocación de los títulos, de 10 años, y una tasa de interés de 6,75 %.

Con esta tercera colocación de bonos de empresas locales en el mercado financiero internacional a finales de 2012, ya se pudo percibir el interés de los inversores por Paraguay. Al mismo tiempo, el país se posicionaba como una de las economías con mayor crecimiento de la región en los últimos años.

En enero de 2014, el Banco Regional SAECA realizó la cuarta emisión privada de bonos en el mercado internacional, la mayor transacción realizada por un banco privado en Paraguay. El volumen de títulos comercializado fue de USD 300 millones (monto mayor que los negociados anteriormente por el Banco BBVA-Paraguay y el Banco Continental), con un plazo de 5 años y una tasa nominal de 8,125 %.

Con la inserción del Paraguay en el mercado financiero internacional, se abrió un nuevo camino para buscar alternativas de financiamiento, que permite a las empresas privadas recurrir al líquido mercado financiero internacional para llevar adelante con mayor facilidad sus planes de negocios e inversiones (GRÁFICOS 12 Y 13).

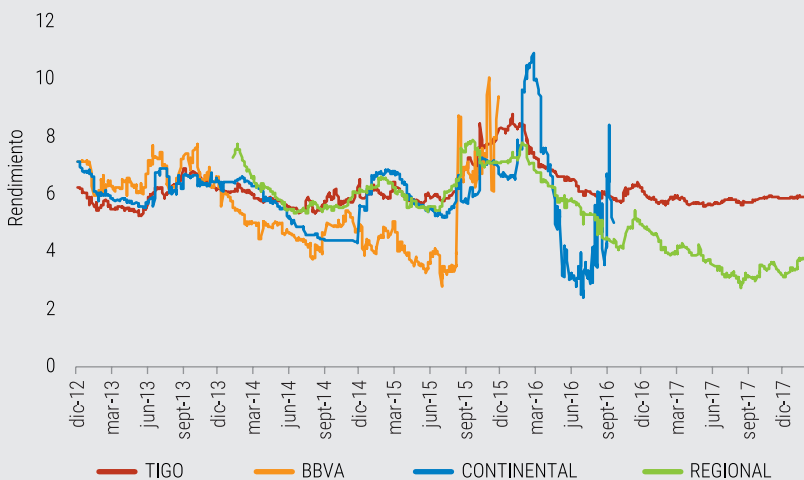
Gráfico 12
Precios de bonos corporativos



Fuente: Elaboración propia.

Nota: Los bonos corporativos del BBVA y del Banco Continental que coinciden con el tiempo próximo a la primera emisión soberana, vencieron en 2016 y 2017, respectivamente.

Gráfico 13
Rendimientos de bonos corporativos



Fuente: Elaboración propia.

Breve reseña de la literatura

Existe una interesante literatura que analiza el impacto de los bonos soberanos en los bonos corporativos. Esta literatura y la evidencia sugieren que, para los mercados de menor desarrollo relativo, es decir, aquellos con pocos o ningún bono soberano en circulación, el efecto de cualquier mejora es positivo y significativo. Para mercados más desarrollados, es decir, aquellos con una historia y volumen importante de bonos soberanos en circulación, la presencia de bonos soberanos contribuye significativamente al descubrimiento de precios en el mercado de bonos corporativos. La literatura sugiere que el estado general de los valores soberanos es esencial para desarrollar los mercados de bonos corporativos para las economías emergentes (Dittmar y Yuan, 2005).

Normalmente, el soberano marca las condiciones básicas para el financiamiento de los privados, dado que en él se resumen los niveles de *spread* o riesgo país, así como las expectativas de depreciación cambiaria, entre otras variables propias del país. A esto también se lo conoce como el servicio de liquidez provisto por el soberano. Yuan (2005) destaca que la mejora de la liquidez resulta de un aumento de la información contenida en los precios al momento de introducirse al mercado un nuevo bono de referencia.

De manera intuitiva, la emisión de un bono soberano debería llevar a una reducción de la prima por liquidez del bono privado cuando no se disponga de otra información sobre el riesgo que el mercado asume al invertir en una empresa paraguaya. Así también, podría darse que cuando ya exista la información referida, la emisión del bono soberano puede dejar de ser un activo complementario y convertirse en un sustituto del bono corporativo, y competir en el mercado internacional por atraer nuevos fondos.

La estrategia cuantitativa de esta investigación sigue de cerca la metodología utilizada en la literatura especializada de finanzas. De manera que el rendimiento de un bono corporativo emitido en mercados internacionales depende de factores globales que determinan las condiciones del mercado financiero internacional, del contexto macroeconómico donde se desenvuelve la empresa emisora del bono y, por supuesto, del riesgo idiosincrático del emisor de la deuda.

Efectos en el financiamiento del sector privado

En esta sección se hace una estimación del impacto que habría tenido la colocación de los bonos soberanos sobre el costo del financiamiento de las empresas nacionales que cotizan en los mercados internacionales.

Dado que la información disponible, tanto del bono corporativo como de la emisión de bonos soberanos, es de frecuencia diaria y al no disponerse de información macroeconómica en dicha frecuencia temporal (salvo para el tipo de cambio nominal), se procede a modelar el rendimiento del bono corporativo de acuerdo con lo propuesto por Dittmar y Yuan (2008). En general, el rendimiento del bono corporativo depende de la curva de rendimiento de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos (base de referencia para el mercado internacional), del riesgo cambiario de la economía en desarrollo (medida por el tipo de cambio que enfrentan las empresas locales emisoras de deuda) y del índice de riesgo país (la referencia es el Emerging Markets Bond Index, EMBI) o, en su defecto, del rendimiento de un bono soberano del país (riesgo macroeconómico de la economía emergente).

Formalmente, el rendimiento de un bono corporativo estaría representado por:³

$$y_{it} = \delta + x'_{it}\beta + \alpha_1 er_t + \alpha_2 y_{it}^{gov} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

donde y_{it} es el rendimiento del bono corporativo del emisor i en el periodo t , x'_{it} es un vector que contiene los tres componentes principales de la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense, er_t es el tipo de cambio nominal en el periodo t , y_{it}^{gov} es el rendimiento del bono soberano que sirve como referencia para el bono corporativo i , μ_i es el riesgo idiosincrático o propio del emisor y ε_{it} se asume que es una variable aleatoria con $E[\varepsilon_{it}] = 0$, $E[\varepsilon_{it}\varepsilon_{is}] = 0$, si $t \neq s$ y $E[\varepsilon_{it}^2] = \sigma^2$.

Independiente de los factores globales, macroeconómicos e idiosincráticos, el objetivo de este estudio es cuantificar el impacto de la emisión de los bonos soberanos en el rendimiento de cada bono corporativo. Para este fin se define una variable *dummy*, D_t^j , donde $D_t^j = 1$ si un nuevo bono soberano j es transado en el mercado internacional y $D_t^j = 0$ si el bono soberano j viene siendo transado por algún periodo relevante de tiempo en el mercado internacional. Para cuantificar el impacto de las nuevas emisiones, se procede a crear una ventana de tiempo donde se asume que el bono soberano j puede ser considerado como nuevo en el mercado. Siguiendo la estrategia empírica propuesta por Dittmar & Yuan (2008), la variable D_t^j toma el valor uno para una ventana de tiempo de +/- 7 días de emitido el bono soberano, es decir, 7 días antes y 7 días después de la emisión de un bono soberano j , la variable D_t^j tomará el valor uno indicando que dicho bono soberano debe ser tratado como una nueva emisión en el mercado. Para mostrar la consistencia en los resultados, se procederá a ampliar dicho intervalo o ventana de tiempo a +/- 15 días y luego +/- 30 días.

3 Se puede modelar directamente el *spread* del bono corporativo si restamos a ambos lados de la ecuación la variable y_{it}^{gov} . El único parámetro del modelo que sería objeto de interpretación sería α_2 .

Antes de proceder a la estimación propuesta es útil identificar los componentes principales de la curva de rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense (componente x'_{it} de la ecuación a estimar) así como los bonos soberanos de referencia (componente y_{it}^{gov}) para cada bono corporativo. Con el objetivo de estimar los componentes principales se sigue de cerca el análisis multivariado propuesto por Litterman y Scheinkman (1991) y Brandt y Kavajecz (2004) para la extracción de los primeros tres componentes principales de un conjunto de bonos gubernamentales. Los bonos del Tesoro tienen una duración de 1 mes, 3 meses, 6 meses, así como de 1, 2, 3, 5, 7, 10, 20 y 30 años. La información es diaria y abarca el periodo enero 2012 a octubre 2017. En la TABLA 2 se muestran las principales estadísticas de estos bonos.

Tabla 2

Rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos (enero 2012-octubre 2017)

Duración	Observaciones	Media	Desviación estándar	Min	Max
1 mes	1447	0,18	0,26	0,01	1,30
3 meses	1447	0,21	0,29	0,01	1,18
6 meses	1447	0,29	0,32	0,02	1,27
1 año	1447	0,39	0,35	0,09	1,42
2 años	1447	0,62	0,36	0,20	1,54
3 años	1447	0,87	0,37	0,28	1,69
5 años	1447	1,37	0,40	0,56	2,14
7 años	1447	1,78	0,40	0,91	2,45
10 años	1447	2,16	0,37	1,37	3,04
20 años	1447	2,69	0,42	1,69	3,72
30 años	1447	3,01	0,39	2,11	3,96

Fuente: Departamento del Tesoro de los Estados Unidos.

A partir de la matriz de covarianza de los rendimientos de los bonos del Tesoro, se pueden extraer hasta 11 componentes principales (ortogonales entre sí). Sin embargo, basta con utilizar los tres primeros componentes principales para capturar una buena proporción de la información contenida en los rendimientos de los 11 bonos. Siguiendo la literatura especializada, originalmente presentada en Litterman y Scheinkman (1991) y posteriormente aceptada y difundida en la investigación empírica, el primer componente estará asociado al nivel de la curva de rendimiento, el segundo componente debe ser interpretado como la pendiente de la curva y el tercer componente representa el grado de curvatura de los rendimientos. En la TABLA 3, se muestra el porcentaje de la variación de los rendimientos explicado por cada componente principal.

El primer componente tiene ponderadores positivos y crecientes para los bonos de corta duración, hasta el bono de 2 años, posteriormente esos ponderadores toman valores decrecientes a la par con la duración de los bonos restantes. Este primer componente, asociado al nivel de la curva de rendimientos, refleja el periodo de bajas tasas de interés junto con una expectativa de mantenerse esa tendencia en el mediano y largo plazo. El segundo componente asociado a la pendiente de los rendimientos muestra una tendencia negativa entre los bonos con periodos de maduración de dos años y luego evoluciona positivamente para los bonos con un periodo de maduración mayor. Este resultado reflejaría un quiebre en la tendencia de los rendimientos: en el corto plazo, la tendencia se revierte, lo que resulta en un contexto donde se esperaría un bajo crecimiento; sin embargo, las expectativas en el largo plazo son optimistas. Finalmente, el tercer componente mantiene unos ponderadores positivos pero decrecientes con los bonos de corta duración y mantiene los valores positivos, pero ligeramente crecientes, con los bonos de larga duración. Esta característica de los ponderadores es acorde con el grado de curvatura de los rendimientos.

Tabla 3
Análisis de componentes principales *

	Componente		
	1	2	3
1 mes	0,366	-0,098	0,374
3 meses	0,370	-0,105	0,358
6 meses	0,377	-0,125	0,257
1 año	0,384	-0,127	0,122
2 años	0,394	-0,039	-0,165
3 años	0,372	0,098	-0,362
5 años	0,289	0,304	-0,380
7 años	0,212	0,411	-0,259
10 años	0,081	0,493	0,056
20 años	-0,055	0,474	0,343
30 años	-0,086	0,456	0,399
Porcentaje explicado	56,1	35,7	7,4
Porcentaje explicado acumulado	56,1	91,9	99,2

Fuente: Elaboración propia.

* Se muestran los ponderadores de tres componentes principales ortogonales que fueron extraídos de la matriz de covarianza de rendimientos de los once bonos del Tesoro. Sólo se muestran los tres componentes principales que explican el 99,2 % de la información contenida en los rendimientos de los bonos.

En el caso de los bonos soberanos de referencia para los bonos corporativos, se debe destacar que las emisiones de nuevos bonos soberanos no coinciden necesariamente con la vigencia de los cuatro bonos corporativos transados en el mercado internacional: Tigo, BBVA, Banco Continental y Banco Regional; es decir, la emisión de un bono en particular no tiene por qué afectar a los cuatro bonos evaluados debido a la diferencia de plazos. Como se puede apreciar en la TABLA 4, solo el bono corporativo Tigo, con un plazo de duración de 10 años, pudo ser afectado por la emisión de los cuatro bonos soberanos emitidos entre 2013 y 2017. Los bonos BBVA, Banco Continental y Banco Regional, dado que tienen una duración de entre 4 y 5 años, solo coinciden con la emisión de dos o tres bonos soberanos. Esta información será útil en el momento de modelar el impacto de las ventanas de tiempo de nuevas emisiones sobre el rendimiento de los diferentes bonos.

Tabla 4
Vigencia de bonos corporativos y emisión de nuevos bonos soberanos

		Bonos soberanos			
		py23	py44	py26	py27
		17-ene-2013 / 17-ene-2023	11-ago-2014 / 11-ago-2044	05-abr-2016 / 15-abr-2026	27-mar-2017 / 27-mar-2027
Tigo	13-dic-2012 / 13-dic-2022				
BBVA	11-feb-2012 / 11-feb-2016				
Banco Continental	15-oct-2012 / 21-oct-2016				
Banco Regional	24-ene-2014 / 24-ene-2019				

Fuente: Elaboración propia.

Coincidencia de la vigencia en el mercado del bono corporativo con la emisión de un nuevo bono soberano.

El bono py23 tiene una duración de 10 años y la tasa nominal de 4,7 %.

El bono py44 tiene una duración de 30 años y una tasa nominal de 6,1 %.

El bono py26 tiene una duración de 10 años y una tasa nominal de 5 %.

El bono py27 tiene una duración de 10 años y una tasa nominal de 4,7 %.

Con la información mostrada, se toma la decisión de considerar los bonos soberanos con vencimientos en el 2023 (py23) y en el 2044 (py44) como los activos de referencia para los bonos corporativos debido a su amplio plazo de duración, profundidad, así como a las tasas nominales establecidas. En particular, el bono py23 será tomado como referencia para los bonos Tigo, BBVA y Banco Continental; mientras que el bono py44 será tomado como referencia para el bono Banco Regional.

|| Modelación base del rendimiento de los bonos corporativos

A continuación, se estima el modelo econométrico mediante el estimador de efectos fijos para datos de panel. Dado que el panel tiene cuatro individuos y una muestra temporal muy grande (en promedio 756 observaciones por individuo) es factible estimar una versión dinámica del modelo econométrico propuesto. La inclusión de la variable dependiente rezagada un periodo podría ayudar a entender la dinámica inherente en el proceso de determinación del rendimiento de los bonos corporativos. De acuerdo con el estudio de Nickell (1981), cuando la información de panel contiene pocos individuos y una muestra suficientemente grande, el sesgo de la estimación de un modelo dinámico queda acotado y toma valores insignificantes. A diferencia de un panel con muchos individuos y pocos periodos de tiempo, donde la estimación de un modelo dinámico genera parámetros sesgados.⁴

En el modelo estático (TABLA 5, COLUMNA 2) todos los determinantes teóricos del rendimiento del bono corporativo son significativos al 95 %. El modelo de efectos fijos estima cuatro efectos idiosincráticos, μ_i , de cada uno de los cuatro bonos corporativos analizados, lo cual tiene relación con los fundamentos de cada institución. Estos efectos no observables presentan una correlación negativa igual a -0,89 con el componente del rendimiento del bono corporativo que es explicado por los determinantes teóricos.

Además, al observar los coeficientes estimados de los componentes principales de la curva de rendimiento de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos, se puede afirmar que existe una relación directa de la tendencia (variable x2) y la curvatura (variable x3) de la curva de rendimiento y el rendimiento de cada bono corporativo. Sin embargo, el impacto del valor promedio de la curva de rendimiento (variable x1) sobre el rendimiento de los bonos corporativos es negativo, lo que podría representar un efecto sustitución entre los bonos del Tesoro y los bonos corporativos de Paraguay. Esto tendría relación con un efecto de fuga hacia la calidad (*fly to quality*), cuando hay una suba de los rendimientos de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos.

Por su parte, al estimar el modelo dinámico (TABLA 5, COLUMNA 3), el parámetro que acompaña a la variable rezagada es significativo al 95 % y toma un valor igual a 0,9462, que en un contexto de muchos individuos y pocas observaciones temporales sería contraproducente para el análisis econométrico por la presencia de un proceso de raíz unitaria. Sin embargo, el panel con muchas observaciones temporales permite obviar este problema. Los efectos marginales del modelo en su versión de largo plazo que resultan ser similares a los obtenidos en el modelo estático (TABLA 5, COLUMNA 4).⁵

4 En esta situación, se sigue el método de estimación generalizado de momentos del modelo en niveles y en diferencias, propuesto por Blundell y Bond (1998).

5 Los efectos marginales de largo plazo se obtienen al dividir los parámetros del modelo estático por 0,0538 (valor obtenido de 1-0,9465).

Los resultados son llamativos por dos hechos. El primero es que solo los parámetros asociados a los dos primeros componentes principales (nivel y tendencia) y el valor rezagado del rendimiento resultan significativos; el segundo es que los efectos individuales, tanto fijos como aleatorios, no son relevantes estadísticamente. Este resultado mostraría que la dinámica modelada explícitamente con el valor rezagado del rendimiento puede ser vista como un reflejo indirecto del impacto del componente no observado o riesgo idiosincrático junto con el rendimiento de los bonos soberanos de referencia. En otras palabras, el modelo dinámico propuesto solo sería una versión reducida del modelo del rendimiento del bono corporativo propuesto en este estudio.

Tabla 5
Estimación del modelo econométrico

Regresor	Modelo		
	Estático	Dinámico	Dinámico†
x1	-1,7079* (0,0416)	-0,0994* (0,0477)	-1,8476
x2	0,2837* (0,0351)	0,0346* (0,0104)	0,6431
x3	1,1689* (0,0711)	0,0357 (0,0599)	0,6636
y_23	-0,1938* (0,0216)	-0,0132 (0,0109)	-0,2454
y_44	0,6758* (0,0914)	-0,0109 (0,0101)	-0,2026
er	0,0024* (0,0001)	0,0001 (0,0001)	0,0019
constante	-6,0133* (0,5211)	-0,3245 (0,3002)	-6,0316
yt-1		0,9462* (0,0197)	
Observaciones	3045	3024	
Observaciones por grupo (promedio)	761,2	756	
Correlación (u,X)	-0,89	0	
R2 within	0,30	0,93	

Fuente: Elaboración propia.

* Indica que el parámetro es significativo al 5 %. La variable x1 corresponde al primer componente principal, x2, al segundo componente y x3, al tercer componente. La variable y_23 es el rendimiento del bono soberano con vencimiento en el 2023 y que solo afecta a los bonos Tigo, BBVA y Banco Continental; y_24 es el rendimiento del bono soberano con vencimiento en el 2044 que solo afecta al bono Banco Regional, y † es el modelo dinámico en su versión de largo plazo.

Las primeras estimaciones nos permiten validar la ecuación (1) como un modelo estadístico que explica la evolución de los rendimientos de los bonos corporativos. Estos se comportan inversamente a los rendimientos de los bonos del Tesoro (como cualquier activo sustituto) y dependen positivamente de la depreciación del guaraní, debido al mayor riesgo cambiario de las empresas que proveen servicios al mercado doméstico. Además, se comprueba que la versión dinámica de la ecuación sería solo una versión consistente de la ecuación (1). Seguidamente, se procede a estimar si la emisión de los bonos soberanos del Estado paraguayo tuvo algún efecto significativo en el corto plazo en el rendimiento de los bonos corporativos nacionales.

|| Impacto de la emisión de bonos soberanos sobre el rendimiento de bonos corporativos

Una manera de evaluar el impacto de la emisión de nuevos bonos soberanos es introduciendo en el modelo base las variables *dummy* D_{it}^j y estimar conjuntamente los parámetros o efectos marginales δ_{ij} . El modelo econométrico será el siguiente:

$$y_{it} = \delta + x'_{it}\beta + \alpha_1 er_t + \alpha_2 y_{it}^{gov} + \sum_{j=1}^4 \delta_{ij} D_{it}^j + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

Como ya se comentó, las variables *dummy* D_{it}^j representan una ventana de tiempo cuyo intervalo se va ampliando hasta llegar a los 30 días antes y después de la emisión de un nuevo bono soberano. También es necesario resaltar que no todos los bonos i poseen las cuatro variables D_{it}^j (cada una asociada a un bono soberano j) debido a que no necesariamente coinciden la emisión con el periodo de vigencia del bono corporativo.

En cuanto a la lectura de estos resultados, cuando el parámetro resulta negativo, se dice que hay un efecto negativo sobre el rendimiento del bono corporativo, es decir, bajaría el retorno y particularmente subiría el precio, y viceversa cuando el parámetro resultará positivo. El efecto negativo igualmente indicaría una mayor liquidez o un aumento de demanda del bono corporativo, mientras que en el caso de un efecto positivo habría un efecto inverso o de sustitución.

En la TABLA 6 se muestran los diferentes valores estimados de δ_{ij} tanto en el modelo estático como en su versión dinámica para el caso de $i=1$, es decir, para el rendimiento de los bonos de Tigo. Lo más resaltante es la persistencia en el impacto positivo de la emisión del bono soberano py27 sobre el rendimiento del bono Tigo (en ambos modelos y para diversas ventanas de tiempo el impacto es significativo). Un efecto positivo también se puede apreciar con la emisión del bono py44 y del bono py26, aunque solo es significativo en el modelo estático y

para una ventana de +/- 15 días. Sin embargo, la emisión del bono py23 sí tuvo un efecto negativo sobre el rendimiento del bono Tigo, es decir, permitió un aumento de la demanda de este bono corporativo.

Tabla 6
Impacto de la emisión de bonos soberanos en el rendimiento del bono Tigo

	Bonos soberanos			
	py44	py23	py26	py27
	Modelo estático con efectos no observables			
[- 7 días, + 7 días]	0,4696* (0,1189)	-1,1254* (0,1156)	0,1084 (0,0901)	0,2619* (0,0774)
[- 15 días, + 15 días]	0,4575* (0,1394)	-1,0847* (0,1227)	0,4078* (0,1080)	0,3787* (0,0946)
[- 30 días, + 30 días]	0,3698 (0,1169)	-0,8837 (0,1209)	0,2846 (0,0998)	0,3336 (0,0622)
	Modelo dinámico			
[- 7 días, + 7 días]	-0,0333 (0,0319)	-0,0786* (0,0374)	0,0066 (0,0201)	0,0999* (0,0175)
[- 15 días, + 15 días]	0,0141 (0,0333)	-0,0577 (0,0369)	-0,0031 (0,0168)	0,0771* (0,0143)
[- 30 días, + 30 días]	0,0076 (0,0314)	-0,0462 (0,0311)	0,001 (0,0165)	0,0376* (0,0134)

Nota: Entre paréntesis están los errores estándar del impacto sobre el rendimiento del bono. El símbolo (*) indica que el impacto es significativo al 10%.

En resumen, se puede afirmar que la emisión de bonos soberanos tuvo un impacto sustitutivo sobre el bono Tigo, salvo en la emisión de enero de 2013. Una posible interpretación de este resultado es que la emisión de un bono soberano con un vencimiento mayor al bono Tigo pueda ser considerado como un activo sustituto por parte de los inversionistas lo que le restó liquidez al bono.

En la TABLA 7, los impactos de las emisiones de bonos soberanos en el rendimiento del bono BBVA son, sin ambigüedad, negativos. Las dos emisiones de bonos soberanos, cuyo vencimiento es posterior al bono BBVA, lograron entregar una mayor liquidez a este bono corporativo. En este caso, se cuantifica un efecto complementario con los bonos soberanos, es decir, la emisión de soberanos no solo incrementa la demanda de los mismos sino la de los corporativos.

Tabla 7

Impacto de la emisión de bonos soberanos en el rendimiento del bono BBVA

	Bonos soberanos			
	py44	py23	py26	py27
	Modelo estático con efectos no observables			
[- 7 días, + 7 días]	-0,9609* (0,1040)	-0,4066* (0,1085)	-	-
[- 15 días, + 15 días]	-0,7993* (0,0827)	-0,2251* (0,1011)	-	-
[- 30 días, + 30 días]	-0,6583* (0,0985)	-0,0806 (0,0733)	-	-
	Modelo dinámico			
[- 7 días, + 7 días]	-0,0845* (0,0068)	-0,0645* (0,0202)	-	-
[- 15 días, + 15 días]	-0,0695* (0,0122)	-0,0039 (0,0179)	-	-
[- 30 días, + 30 días]	-0,0561* (0,0141)	-0,0462 (0,0311)	-	-

Fuente: Elaboración propia.

Nota: Entre paréntesis están los errores estándar del impacto sobre el rendimiento del bono. El símbolo (*) indica que el impacto es significativo al 10%. El símbolo (-) indica que la emisión del bono soberano no coincidió con la vigencia del bono corporativo.

En la TABLA 8 se observa que el rendimiento del bono del Banco Continental aumentó con la emisión del bono soberano py26, según el modelo estático, pero disminuyó según el modelo dinámico. Esta contradicción encontrada en los impactos podría ser ocasionada por un problema en la especificación del modelo para este bono. Mientras que la emisión de los demás bonos soberanos (py44 y py23) mostraron un impacto negativo según el modelo dinámico y ningún impacto relevante estadísticamente en el modelo estático. Estas emisiones (py44 y py23) deben ser vistas como un complemento al bono privado pues entregó información al mercado internacional que fue valorada positivamente, lo que produjo una mayor demanda por los bonos corporativos nacionales.

Tabla 8

Impacto de la emisión de bonos soberano en el rendimiento del bono Banco Continental

	Bonos soberanos			
	py44	py23	py26	py27
	Modelo estático con efectos no observables			
[- 7 días, + 7 días]	-0,0683 (0,0878)	-0,1079 (0,0871)	1,9422* (0,3219)	-
[- 15 días, + 15 días]	0,1239 (0,1235)	-0,0756 (0,0981)	2,4192* (0,3075)	-
[- 30 días, + 30 días]	0,1042 (0,1107)	0,0363 (0,1031)	0,9264* (0,3508)	-
	Modelo dinámico			
[- 7 días, + 7 días]	-0,0379* (0,0186)	-0,0612* (0,0190)	-0,0634* (0,0242)	-
[- 15 días, + 15 días]	-0,0419 (0,0259)	-0,0209 (0,0202)	0,0051 (0,0316)	-
[- 30 días, + 30 días]	-0,0489 (0,0227)	-0,0088 (0,0156)	-0,0626* (0,0102)	-

Fuente: Elaboración propia.

Nota: Entre paréntesis están los errores estándar del impacto sobre el rendimiento del bono. El símbolo (*) indica que el impacto es significativo al 10%. El símbolo (-) indica que la emisión del bono soberano no coincidió con la vigencia del bono corporativo.

En el caso del bono del Banco Regional (TABLA 9), se puede notar una respuesta negativa de su rendimiento ante las emisiones de los bonos soberanos py26 y py27, emitidos en el 2016 y 2017 respectivamente. En este caso, la emisión de los bonos soberanos fue bien recibida por los demandantes de bonos de este banco. Sin embargo, se estima un efecto positivo en el rendimiento con la emisión del bono py44 (agosto de 2014), es decir, en aquella ocasión le restó liquidez al bono corporativo.

Tabla 9

Impacto de la emisión de bonos soberano en el rendimiento del Bono Banco Regional

	Bonos soberanos			
	py44	py23	py26	py27
	Modelo estático con efectos no observables			
[- 7 días, + 7 días]	0,9314* (0,1525)	-	-0,1215* (0,0638)	-0,6757* (0,0428)
[- 15 días, + 15 días]	1,1306* (0,1586)	-	0,0495 (0,0886)	-0,4785* (0,0706)
[- 30 días, + 30 días]	1,2056* (0,1521)	-	-0,2138* (0,0759)	-0,3498* (0,0542)

	Modelo dinámico			
[- 7 días, + 7 días]	0,0576 (0,0524)	-	-0,0141 (0,0103)	-0,0415* (0,0221)
[- 15 días, + 15 días]	0,0455 (0,0584)	-	-0,0206* (0,0069)	-0,0369* (0,0165)
[- 30 días, + 30 días]	0,0590 (0,5974)	-	-0,0190* (0,0106)	-0,0283* (0,0153)

Fuente: Elaboración propia.

Nota: Entre paréntesis están los errores estándar del impacto sobre el rendimiento del bono. El símbolo (*) indica que el impacto es significativo al 10%. El símbolo (-) indica que la emisión del bono soberano no coincidió con la vigencia del bono corporativo.

A modo de resumen, se puede afirmar que la emisión del bono soberano py44 (el de mayor duración y emitido en el 2014) tuvo un impacto sustitutorio en los bonos Tigo, Banco Continental y Banco Regional pero un efecto complementario sobre el bono BBVA, es decir, permitió a los inversores de este último bono disponer de mayor información y, con ello, un aumento de la demanda. En el caso de la emisión de bonos soberanos de corto plazo (py23, py26 y py27), estos brindaron una mayor demanda de los bonos BBVA, Banco Continental y Banco Regional, es decir, esas emisiones entregaron al mercado información útil, que permitió darle una mayor liquidez al mercado de bonos corporativos. Sin embargo, solo la emisión py23 tuvo un efecto positivo en la liquidez (reducción de la demanda) del bono Tigo (TABLA 10).

Tabla 10
Impacto de la emisión soberana en la liquidez del bono corporativo

		Bonos soberanos			
		py23	py44	py26	py27
		17-ene-2013 / 17-ene-2023	11-ago-2014 / 11-ago-2044	05-abr-2016 / 15-abr-2026	27-mar-2017 / 27-mar-2027
Tigo	13-dic-2012 / 13-dic-2022	+	-	-	-
BBVA	11-feb-2012 / 11-feb-2016	+	+		
Banco Continental	15-oct-2012 / 21-oct-2016	+	-	+	
Banco Regional	24-ene-2014 / 24-ene-2019		-	+	+

Fuente: Elaboración propia.

Coincidencia de la vigencia en el mercado del bono corporativo con la emisión de un nuevo bono soberano. El bono py23 tiene una duración de 10 años y la tasa nominal de 4,7 %. El bono py44 tiene una duración de 30 años y una tasa nominal de 6,1 %. El bono py26 tiene una duración de 10 años y una tasa nominal de 5 %. El bono py27 tiene una duración de 10 años y una tasa nominal de 4,7 %.

+ Efecto positivo en la liquidez del bono corporativo / - Efecto negativo en la liquidez del bono corporativo

En los casos de instrumentos de renta fija emitidos por empresas o bancos de capital extranjero mayoritario, como son Tigo y BBVA, hay que considerar que los resultados podrían incorporar el efecto del vínculo propio con la matriz.

Con estos resultados se descarta el hecho de que la emisión de los bonos soberanos fuese vista como un evento riesgoso para el mercado financiero internacional. Solo la emisión de un bono soberano de largo plazo (30 años) compitió con los bonos corporativos de corto plazo al restarle liquidez (salvo para el bono BBVA). Mientras que los bonos soberanos de corto plazo mostraron complementariedad al entregar información útil al mercado y elevaron la demanda por los bonos corporativos del BBVA, Continental y Regional (todos pertenecientes al sector bancario).

La aparición de los bonos soberanos en el mercado internacional ha permitido, primero, conocer y, luego, resaltar el buen desempeño de la economía paraguaya y, consecuentemente, alinear la demanda y los rendimientos de los bonos corporativos al nivel efectivo de la rentabilidad y el riesgo país.

Consideraciones finales

En un contexto de menores ingresos fiscales y de extraordinarias y convenientes condiciones de acceso al ahorro externo, la República del Paraguay ha implementado una estrategia de política fiscal que elevó la inversión pública, en parte, con los recursos provenientes de la colocación de bonos soberanos en los mercados internacionales.

La circulación de estos bonos no solo ha significado un flujo de recursos para el financiamiento de los programas de inversión pública y estrategia de administración de pasivos, sino que ha resaltado el atractivo y las ventajas del país en los mercados internacionales, generando interés inmediato de los inversionistas internacionales.

La historia de las emisiones de los bonos soberanos muestra cómo han mejorado las condiciones de las colocaciones, especialmente en cuanto a tasas y *spreads*, en un proceso positivo de descubrimiento, donde el mercado fue valorando crecientemente la calidad crediticia de la República del Paraguay.

Y lo más importante, este capítulo demuestra que las emisiones soberanas han permitido incorporar información al mercado, con su consecuente impacto en las condiciones de financiamiento de las empresas que cotizan en los mercados internacionales. El soberano con su presencia en los mercados de capitales internacionales ha permitido bajar el piso del costo de financiamiento para las empresas, con el consecuente descubrimiento de mercado de las buenas condiciones de la economía paraguaya.

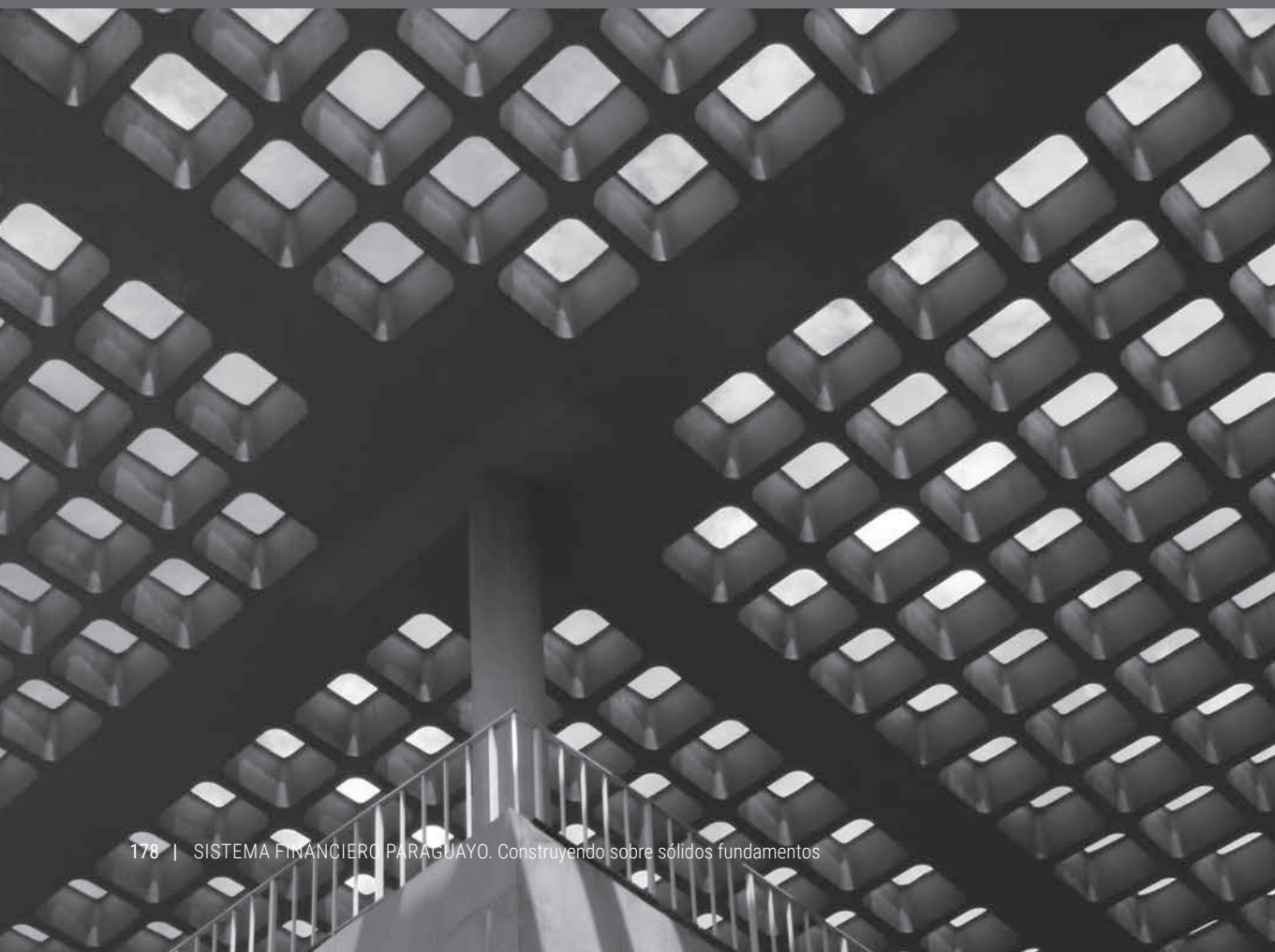
Referencias bibliográficas

- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143.
- Brandt, M., & Kavajecz, K. (2004). Price Discovery in the U.S. Treasury Market: The Impact of Orderflow and Liquidity on the Yield Curve. *Journal of Finance*, 59(6), 2623-2654.
- Dittmar, R., & Yuan, K. (2005). *The Pricing Impacts of Sovereign Bonds. Working paper*. University of Michigan, Ann Arbor.
- Dittmar, R., & Yuan, K. (2008). Do Sovereign Bonds Benefit Corporate Bonds in Emerging Markets? *The Review of Financial Studies*, 21(5), 1983-2014.
- Litterman, R., & Scheinkman, J. (1991). Common Factors Affecting Bond Returns. *The Journal of Fixed Income*, 1(1), 54-61.
- Ministerio de Hacienda. (2017). *Informe de las Finanzas Públicas de la República del Paraguay*.
- Nickell, S. (1981). Biases in Dynamic Models with Fixed Effects. *Econometrica*, 49(6), 1417-1426.
- Yuan, K. (2005). The Liquidity Service of Benchmark Securities. *Journal of the European Economic Association*, 3(5), 1156-1180.

La supervisión basada en riesgos en el Paraguay

Diego Duarte Schussmuller

El autor agradece la valiosa contribución de Hernán Colmán, Patricia Capurro, Jorge Jiménez Rey, Jorge Burgos y Gerardo Rojas.



Introducción

En la última década, el sistema financiero paraguayo ha experimentado un robusto crecimiento en términos de operaciones, depósitos, interconexiones y estructura operativa. Este crecimiento fue propiciado por una estabilidad macroeconómica sostenida a lo largo de los años, que, al mismo tiempo, ha contribuido al proceso de mejora continua de la regulación y supervisión, de acuerdo a estándares internacionales.

El Banco Central del Paraguay ha identificado la necesidad de avanzar en la implementación de la supervisión basada en riesgos (SBR), para asignar recursos escasos de forma más eficiente, aplicando las mejores prácticas en la materia. Así, se busca realizar una asignación de recursos de supervisión consistente con los niveles de riesgo de las instituciones financieras intermediarias (IFIs), dirigiendo esfuerzos y alcance de la supervisión sobre procesos e IFIs que representen riesgos y promoviendo la mitigación de los mismos.

Este modelo con orientación en los riesgos es complementario y coincidente con los Principios Básicos de Supervisión Bancaria Efectiva (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea), los cuales hacen énfasis en la necesidad de requerir capital a las IFIs en base a los riesgos que asumen. Para los riesgos de crédito, de mercado y operacional, el acuerdo de Basilea estandariza los criterios de determinación de capital, dejando al supervisor la responsabilidad de determinar y exigir capital adicional para cubrir otros riesgos. El proceso de supervisión y su relación con los riesgos conforma uno de los tres pilares considerados por Basilea II para promover un sistema financiero más sano y solvente.

Una de las principales características de la adecuación del marco legal regulatorio y la migración al modelo de la SBR radica en las posibilidades que otorga a la Superintendencia de Bancos (SIB) de tomar acciones en forma *preventiva*, es decir, anticipándose a eventuales situaciones derivadas de una gestión inadecuada por parte del supervisado, en contraposición con el enfoque tradicional en el que el supervisor actuaba en forma *reactiva* una vez detectado un incumplimiento.

Lo anterior coincide con una visión plasmada en la Carta Orgánica del BCP de 1995, la cual faculta a la SIB a velar –mediante una vigilancia preventiva y continuada de las IFIs– por la calidad y dispersión de sus riesgos, por la idoneidad del proceso de gestión y control ejercido por sus administradores, por la veracidad de sus resultados y por el mantenimiento de niveles de liquidez y métodos de administración prudentes.

La Ley 861/96 General de Bancos, Financieras y Otras Entidades de Crédito concedió al supervisor la posibilidad de establecer límites generales (índice de solvencia) en relación con posiciones abiertas (de riesgo cambiario), riesgo por tasas de interés, estructuras de vencimiento y otros.

Por esa razón, el supervisor, consciente de los desafíos que afronta en este proceso de transformación, ha venido trabajando durante los últimos años en la implementación de la SBR, persiguiendo calidad y eficacia en el proceso de supervisión.

El presente capítulo abarca, en primer lugar, aspectos conceptuales que conlleva el enfoque de la SBR, en el cual se citan las precondiciones y características para una supervisión efectiva, además de los tipos de riesgos que deben ser considerados. Luego se detallan los procedimientos tomados en cuenta para la obtención de un perfil de riesgo de una IFI, contemplando el proceso de supervisión, las modalidades de inspección, los roles que desempeñan los supervisores y la duración de los ciclos de supervisión.

En segundo lugar, se hace referencia a la importancia del marco regulatorio, con los principales cambios y modificaciones incorporados en la nueva Ley de Bancos. De la misma manera, la Ley 6104, que modifica y amplía la Ley 489/95 Orgánica del BCP y el proceso de transformación del marco jurídico del Fondo de Garantía de Depósitos y Resolución de Entidades de Intermediación Financiera. Por último, el capítulo concluye con una reflexión acerca del proceso de supervisión del sistema financiero en el Paraguay.

Aspectos conceptuales de la SBR

El enfoque de la SBR implica para la SIB una modificación en el proceso de supervisión, pasando de un enfoque de revisión y verificación de cumplimiento a un enfoque proactivo, sin perder de vista el primero. Este nuevo proceso de supervisión se basa en la evaluación de la gestión llevada a cabo por las IFIs, en cuanto a los diferentes riesgos a los que se ven expuestas, como resultado de sus operaciones. Cada hallazgo debe asociarse a un origen, y buscar que una IFI resuelva las causas y manifestaciones de sus problemas y no solo que cumpla con la normativa emitida, velando además, por una buena gobernanza, pilar fundamental para una adecuada gestión de riesgos. Por lo tanto, resultan fundamentales las competencias de los supervisores (fortalecimiento de sus capacidades y desarrollo del “juicio experto”), la adecuación de su estructura organizacional, la incorporación de diferentes visiones, la adopción de herramientas de supervisión y la actualización del marco normativo.

Precondiciones para una supervisión efectiva

Si bien la SBR resulta más eficiente y consistente con los objetivos de la supervisión, también es cierto que este enfoque debe enmarcarse en ciertas condiciones adicionales del sistema financiero en su conjunto. En este sentido, se requiere que el ambiente macroeconómico permanezca estable en el Paraguay, pues de no ser así, resultaría sumamente difícil la tarea de evaluar riesgos.

El Banco de Pagos Internacionales (BIS) ha establecido precondiciones mínimas para una supervisión efectiva, que se han convertido en principios de supervisión aceptados internacionalmente (Basel Committee on Banking Supervision, 2012), estos comprenden:

- Políticas macroeconómicas sólidas y sostenibles;
- Un marco adecuadamente concebido para la formulación de políticas de estabilidad financiera;
- Una infraestructura pública bien desarrollada;
- Un marco claro para la gestión, recuperación y resolución de crisis;
- Un adecuado nivel de protección sistémica (o red de seguridad pública), y
- Una disciplina de mercado eficaz.

El ambiente político, así como el marco legal y judicial también impactan directamente en la forma de funcionamiento del sistema financiero. López y Ottavianelli (2003) afirman que el marco regulatorio para las instituciones debe ser completo y consistente, y debe estar orientado a mantener la salud y la estabilidad del sistema, proteger a los depositantes y los fondos públicos, y minimizar el impacto ante eventuales crisis aplicando mecanismos eficaces para la resolución. Asimismo, la adecuada protección legal del supervisor, cuando ejerce sus funciones de buena fe, es imprescindible, en particular en un enfoque de la SBR, donde el juicio del supervisor, conforme a lo mencionado, es un componente fundamental en el análisis de los riesgos.

Como complemento de las precondiciones para una supervisión efectiva, Guerrero, Focke y M. de Pereira (2011) exponen los aspectos necesarios para el desarrollo de un modelo basado en riesgos:

- La obligación de los directivos y gerentes bancarios de realizar una adecuada gestión de riesgos, con lo que se logra incorporar el perfil de riesgos como una consideración relevante de las decisiones de capitalización, distribución de dividendos y proactividad de las juntas directivas en la supervisión de la gestión de riesgos de las IFIs.

- Contar con una estadística bancaria oportuna y de calidad,¹ elemento indispensable para introducir sistemas que permitan una medición oportuna de los riesgos, tanto por las mismas IFIs como por los organismos supervisores.
- La interacción continua entre supervisores para proveer de integridad y complementariedad al proceso de supervisión.
- La comprensión por parte del supervisor de los posibles riesgos del sistema, como base para el desarrollo del juicio experto, elemento fundamental de las capacidades del supervisor a la hora de evaluar, transmitir y ponderar la importancia de cada riesgo en las líneas de negocio de las IFIs supervisadas, no solamente los que se derivan del estado actual de las operaciones, sino los que pueden surgir como consecuencia del efecto de las condiciones económicas, la evolución de los mercados, las relaciones con empresas con las cuales se llevan adelante actividades significativas, etcétera. (p.11)

Características de la supervisión efectiva

El enfoque de supervisión implica la consideración de los siguientes conceptos constitutivos de la SBR para que el proceso de supervisión sea efectivo. Según Guerrero, Focke y M. de Pereira (2011) la supervisión bancaria debe ser:

- Basada en riesgos: apoyada en el perfil de riesgo de la IFI;
- Continua: se realiza permanentemente, ya sea con visitas programadas *in situ* a las IFIs supervisadas, y con un seguimiento *extra situ*;
- Integral: involucra todos los procesos sustantivos de las líneas de negocio incluida la calidad del gobierno corporativo;
- Preventiva: apunta a la detección temprana de los problemas;
- Consolidada: toma en cuenta las características del grupo o conglomerado al que pertenece una IFI, y
- Transfronteriza: la jurisdicción del supervisor sobre las operaciones de la IFI se extiende más allá de las fronteras nacionales. (p.17)

Riesgos que considera la SBR

Según Guerrero, Focke y M. de Pereira (2011), cada uno de los riesgos que integran el proceso de la SBR, conforme a las definiciones utilizadas por el Comité

1 En el caso de Paraguay, la Central de Información de la SIB, fortalecida recientemente, permite la captura de un mayor volumen de datos del sistema financiero. Los cambios introducidos en la nueva base de datos facilitaron, a su vez, la adecuación y actualización de un esquema integral de monitoreo, así como la valoración del nivel de confiabilidad/consistencia de la información recabada.

de Basilea, incluye a los riesgos tradicionales o más comunes como: a) riesgo de crédito, b) riesgo de liquidez, c) riesgo de tasa de interés, d) riesgo de tipo de cambio, e) riesgo de mercado y f) riesgo operacional.

Existen además otros riesgos vinculados a la actividad financiera que no llegan a tener la importancia específica suficiente que justifique su análisis individual, por lo que su consideración se hace en términos globales, y se destacan sobre el peso relativo de cada riesgo y sus sistemas de control y gestión. Dentro de la clasificación de otros riesgos, se encuentran los siguientes:

- **Riesgo de concentración:** es la probabilidad de pérdidas futuras derivadas del incremento de los principales riesgos de la actividad financiera por la concentración de posiciones;
- **Riesgo país:** es la probabilidad de pérdidas de una institución asociada con el ambiente económico, social y político del país donde el prestatario tiene su domicilio;
- **Riesgo de liquidación:** es la probabilidad de pérdidas futuras derivadas del incumplimiento en tiempo o forma de las obligaciones de la contraparte, en cuanto a la falta de entrega del dinero o de determinados instrumentos en contraprestación a los instrumentos o a los importes monetarios recibidos, como consecuencia del empeoramiento de sus circunstancias económicas particulares o de una evolución negativa del contexto en el que desarrolla su actividad;
- **Riesgo reputacional:** es la probabilidad de pérdidas futuras por la disminución del negocio y su rentabilidad como consecuencia del deterioro de la imagen de la IFI;
- **Riesgo de negocio:** es la probabilidad de pérdidas futuras derivadas de la disminución del negocio y de su rentabilidad, como consecuencia de que el negocio que actualmente lleva adelante la IFI deje de ser viable económicamente. (p.59)

Proceso de la SBR

El proceso de la SBR contempla la obtención de un perfil de riesgo de la IFI, que se construye sobre la base de una serie de elementos, los cuales se obtienen a través de diferentes tipos de inspección. Los supervisores desarrollan roles determinados, donde la duración de cada ciclo de supervisión para la obtención del perfil de riesgo depende de las características de una IFI.

|| Enfoque de la supervisión

La supervisión está orientada a la determinación del perfil de riesgo de una IFI, con el propósito de evaluar la gestión que realiza la misma sobre sus riesgos y establecer la vulnerabilidad financiera ante eventuales situaciones adversas.

Un perfil de riesgos lleva a que el supervisor determine una calificación para una IFI, lo cual se construye sobre la base de elementos técnicos cuantitativos y cualitativos. Asimismo, considera aspectos de cumplimiento y de conducta de una IFI. Cabe destacar, en este punto, que es el juicio experto (evaluación de factores cualitativos) el que prevalece en las calificaciones asignadas en la matriz, pudiendo diferir de las calificaciones arrojadas por los factores cuantitativos.

La construcción del perfil de riesgo (matriz), que se traduce en la calificación de una IFI, requiere de un trabajo analítico y fundamentado por parte del supervisor, pues no es simplemente el resultado de una fórmula. La matriz de riesgos integral desarrollada por la SIB ayuda a plasmar el trabajo en forma medible y cuantificable constituyendo uno de los insumos principales para el diseño de la estrategia y el plan de supervisión. Por este motivo, resulta importante la estrecha coordinación entre las áreas de monitoreo, especialistas y generalistas de la SIB, así como otras dependencias del BCP, para orientar la elaboración del plan, definición y esfuerzos de supervisión.

Las evaluaciones referentes al nivel de exposición al riesgo de una IFI, la calidad de la gestión de los riesgos asumidos por esta y sus prácticas de buen gobierno corporativo, permitirán focalizar los procedimientos de supervisión, determinar eventuales necesidades adicionales de capital e identificar aquellas áreas o puntos críticos en donde se deberán aplicar mayores controles y recursos.

|| Tipos de inspección

La inspección surge como un elemento esencial en este proceso, que comprende el análisis de la situación económica, financiera, de gobernanza y gestión, el cumplimiento legal y normativo, y los temas de interés que podrían afectar el perfil de riesgo de una IFI. Se definieron cinco modalidades a ser utilizadas, conforme el juicio del supervisor, cuyas metodologías difieren en su alcance. Las mismas son:

- Inspección general de riesgos: implica la revisión global de todos los riesgos asumidos, que se encuentran incluidos en la matriz de riesgos; así como la evaluación del Gobierno Corporativo de una IFI;
- Inspección modular: tiene por objetivo evaluar en simultáneo, aspectos relacionados a una misma área o a un riesgo específico, en algunas o todas las IFIs supervisadas;
- Verificación especial: tiene como objetivo evaluar una situación específica

en una IFI supervisada, respecto a riesgos o áreas que durante la planificación se consideren relevantes;

- Seguimiento de supervisión realizada: comprende la verificación y seguimiento de las acciones llevadas a cabo por la IFI, sobre las observaciones realizadas en las inspecciones anteriores, que se consideran relevantes conforme al criterio del supervisor, y
- Seguimiento remoto: modalidad de supervisión utilizada para analizar a distancia la evolución de una IFI, partiendo de los informes e indicadores disponibles u otros documentos requeridos a la misma. Esta modalidad incorpora la posibilidad de acudir a la IFI en caso de precisar revisiones específicas o reuniones con los encargados del área afectada.

II Roles de los supervisores

Los tipos de inspección antes descriptos conllevan a la constitución de equipos encargados del seguimiento continuo del perfil de riesgo de una IFI, así como de especialistas en los diferentes riesgos que enfrentan las IFIs. Estos grupos de supervisores cumplen por lo general los siguientes roles:

- Generalistas: encargados del seguimiento continuo de una IFI o grupo de IFIs, así como del análisis general de los riesgos asumidos por las mismas;
- Especialistas: expertos abocados a la verificación más detallada del riesgo específico que les compete, que puede ser de crédito, mercado, liquidez, operacional, tecnológico, prevención de lavado de dinero y financiación del terrorismo, estratégico o reputacional;
- De monitoreo: supervisores encargados de realizar análisis y seguimiento de las informaciones financieras remitidas por las IFIs, desde el punto de vista macro prudencial, y
- Supervisión de apoyo: independientemente al enfoque de la SBR, un equipo de analistas realiza visitas de campo orientadas a la revisión de los trabajos realizados por las firmas auditoras independientes contratadas por las IFIs.

II Ciclos de supervisión

Como estrategia de una efectiva planificación de los trabajos, se definieron ciclos de supervisión para cada segmento.

Un ciclo es el periodo de tiempo en el cual se debe desarrollar un conjunto de tareas o acciones supervisoras, a efectos de identificar y calificar los riesgos inherentes y asumidos por las IFIs; así como los controles implementados por estas para mitigarlos. El cierre de cada ciclo conlleva la actualización de la matriz de

riesgos de una IFI. El ciclo correspondiente para las IFIs sistémicas es de un año, mientras que, para las medianas y pequeñas, se establecen períodos adecuados a cada caso.

La Intendencia de Prevención de Lavado de Dinero y Financiamiento del Terrorismo (PLDFT), realiza supervisiones de control de los bancos, financieras y casas de cambio, con base en un mapa de calor, resultante de datos captados en la matriz de PLDFT. Los resultados obtenidos contribuyen a determinar el perfil de riesgos de las IFIs supervisadas y constituye uno de los insumos principales para el diseño de la estrategia y plan de supervisión del año de la SIB.

La importancia del marco regulatorio

En el proceso de migración a la SBR, Paraguay utilizó un esquema de supervisión tradicional hasta mediados de 2007, que estaba orientado principalmente a la verificación del cumplimiento normativo y contable.

Luego, se inició la confección de los primeros indicadores de alerta temprana, basados en parámetros que incluían calidad de activos, morosidad, previsiones, depósitos, rentabilidad y patrimonio. Posteriormente, estos indicadores han sido perfeccionados y complementados con la elaboración de informes sobre la marcha y el desempeño de las IFIs. Esto ha permitido proseguir con la tarea de “modificación del enfoque de supervisión”.

El proceso se ha visto igualmente robustecido con la decisión de generar grupos de pares (*peer groups*) de IFIs, lo cual ha posibilitado la realización de un análisis comparativo (*benchmarking*) entre instituciones de similares características.

Seguidamente, con el fin de fortalecer la visión global de supervisión, se ha creado el área de Estabilidad Financiera, con la tarea de incluir en el análisis el desempeño de los demás sectores de la economía, promoviendo un diagnóstico amplio con la incorporación de más variables y la implementación de pruebas de resistencia (*stress test*). Posteriormente, se lograron avances en materia de prevención de lavado de activos, en la modernización de la central de información y la red de comunicación financiera.

En los últimos años, de forma a avanzar en el proceso de la SBR y acompañar el notable crecimiento que ha experimentado el sector financiero, el supervisor ha estimado pertinente contar con un marco legal más moderno, que respondiera a las mejores prácticas internacionales, brindando mayores facultades que posibilitarían ejercer una regulación y supervisión más eficiente y eficaz del sector financiero y segmentos de negocios relacionados.

En este sentido, el BCP ha impulsado la modificación de dos leyes fundamentales para los objetivos de regulación y la SBR, en un horizonte de tiempo cercano:

la Ley de Bancos y la Carta Orgánica del BCP, que se espera complementarlas con la adecuación de la Ley del Fondo de Garantía de Depósitos, siguiendo un enfoque proactivo basado en riesgos.

|| **La nueva Ley de Bancos**

A finales del 2016, se promulgó la Ley 5787 que modifica algunos artículos de la Ley 861/96 General de Bancos, Financieras y Otras Entidades de Crédito. La misma tiene como principal finalidad preservar un sistema financiero estable y solvente, considerando su rol preponderante en el crecimiento económico y el bienestar de la población.

La referida ley se ha adecuado con el propósito de contar con una legislación versátil, que permita al órgano regulador y supervisor adaptarse a la dinámica del negocio financiero y sus riesgos, avanzando en el desarrollo de normas regulatorias tendientes a consolidar el proceso de la SBR; y adherirse así a los estándares internacionales y mejores prácticas que gobiernan globalmente la industria bancaria.

Este marco legal otorga, además, a la autoridad supervisora la capacidad de implementar una amplia gama de herramientas, con las atribuciones legales adecuadas para asumir las responsabilidades correspondientes. Entre estas sobresalen facultades para fijar límites prudenciales y adoptar medidas especiales para la banca de importancia sistémica, al tiempo de determinar parámetros de ponderación de activos a través de disposiciones regulatorias, dotándole de flexibilidad y capacidad de adaptación a los cambios en el mercado.

|| **La Ley 6104, que modifica y amplía la Ley 489/95 Orgánica del BCP**

Al igual que la referida Ley de Bancos, este proyecto de ley busca conferir al BCP mayor flexibilidad y facultades regulatorias y de supervisión acorde a los desafíos que impone la evolución de la economía paraguaya en general y el sector financiero en particular.

Específicamente, en lo concerniente a regulación y supervisión financiera, la ley faculta al regulador a reglamentar y determinar parámetros de prudencia en materia de gestión integral de riesgos, buena administración, fiscalización, dirección y otros aspectos de gestión que deberán observar las entidades supervisadas.

|| **La modificación de la Ley 2334/03 de Garantía de Depósitos y Resolución de Entidades de Intermediación Financiera**

El BCP se encuentra analizando la actualización del marco jurídico de la ley, porque entiende que un sistema de seguro de depósitos moderno define nuevos

roles, como las obligaciones de las autoridades con los depositantes; contribuye a limitar el costo de resolver instituciones, y proporciona un proceso ordenado, preventivo y proactivo de planificación para gestionar posibles resoluciones de IFIs, que se condice con una SBR.

Esta transformación buscará establecer una gestión que permita la intervención temprana y la administración de la contingencia de manera tal que reduzca al mínimo las externalidades de una crisis, como la interrupción de los servicios financieros básicos, el contagio a otros participantes del mercado y la implementación de alternativas que eviten hacer mal uso del dinero de los contribuyentes.

El modelo de la SBR exige que la regulación soporte de forma consistente este enfoque y contribuya, sobre todo, a una implementación gradual y ordenada en el sistema financiero. En este sentido, se requiere, por un lado, una exigencia de capital mínimo —previsto en el marco legal como una barrera de entrada—, que permita además mantener un margen adecuado de capitalización para las IFIs, consistente con la magnitud de los riesgos que asumen; y por otro lado, que se establezca un conjunto de normativas bajo la forma de principios generales de gestión de riesgos aplicables a todas las IFIs, en función de las características propias de cada una de ellas.

La regulación y supervisión de las IFIs que conforman el sistema financiero paraguayo han experimentado avances en los últimos años y se espera que se fortalezca con la consolidación de la adopción de un enfoque basado en riesgos. A tal efecto, se han realizado acciones tendientes a fortalecer el proceso, complementando el marco legal con la emisión de normas prudenciales vía resoluciones, circulares y notas por parte del BCP o la SIB, hasta agotar la capacidad reguladora establecida en la legislación vigente.

Por último, en lo concerniente a la adecuación del marco regulatorio, cabe destacar que en un futuro próximo, la supervisión prudencial se enfocaría en la emisión paulatina de normativas, tanto de índole cualitativa como cuantitativa, que permita la adopción de buenas prácticas internacionales en SBR, siguiendo lineamientos dictados por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

Conclusión

El proceso de supervisión del sistema financiero en Paraguay ha evolucionado a lo largo del tiempo. En décadas anteriores, el enfoque de supervisión se ha orientado a la verificación del cumplimiento de las instrucciones consideradas en el marco normativo. La SIB complementaba este trabajo con la verificación de la

suficiencia de capital en las IFIs. Esto requeriría comprobar que los activos y pasivos estuviesen debidamente representados en los estados financieros.

En los últimos años, y como ya se ha señalado, la SIB ha centrado sus esfuerzos en avanzar en la supervisión direccionando el foco de la misma hacia la gestión de los riesgos que asumen las IFIs en el desarrollo de sus negocios.

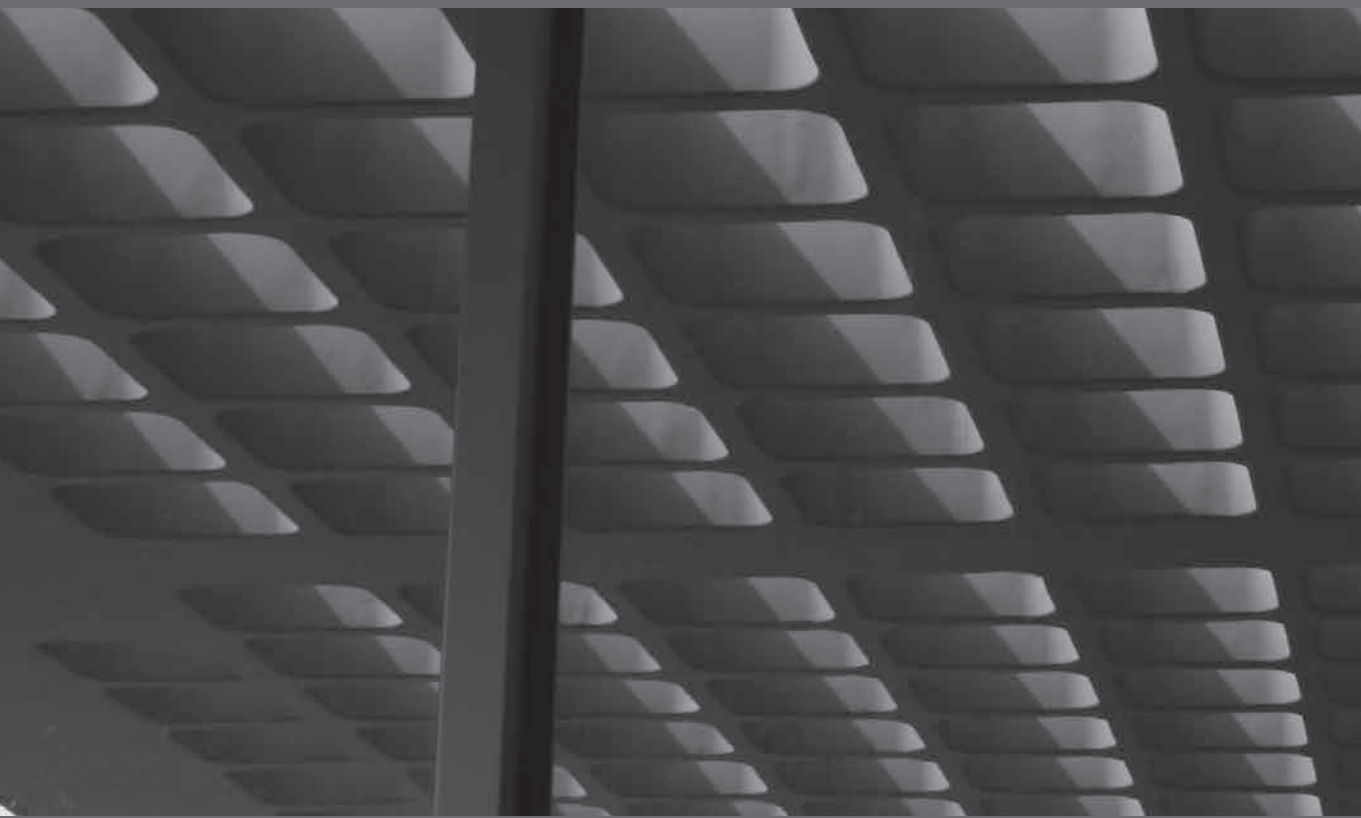
En ese contexto, y en el marco de un proyecto de “Fortalecimiento de la Supervisión Basada en Riesgos-Adecuación a las Mejores Prácticas Internacionales de Supervisión”, la SIB ha adoptado como metodología de trabajo la SBR, incorporando el concepto de seguimiento continuo, es decir, un proceso de evaluación permanente de las IFIs, con el propósito de ajustar el perfil de riesgo de las mismas.

De lo expuesto hasta aquí, se enfatiza que la SIB se encuentra realizando las acciones necesarias para la consolidación del enfoque de SBR, otorgando al supervisor nuevas herramientas para la realización de sus tareas con capacidad de reacción preventiva y toma de acciones oportunas. Lo anterior, sumado a las modificaciones introducidas a la Ley de Bancos, brinda la potestad a la SIB de adecuar las reglamentaciones prudenciales necesarias para mantener y fortalecer un sistema financiero estable, solvente y próspero.

La SBR es un proceso de mejora continua que debe ir adaptándose a la evolución del mercado y al surgimiento de nuevos riesgos, por lo que queda aún trabajo por realizar. No obstante, se tiene la seguridad de estar transitando por la senda correcta y que las acciones concretadas se convertirán en el cimiento necesario para potenciar el sistema de regulación y supervisión en el Paraguay, siguiendo estándares internacionales.

Referencias bibliográficas

- Basel Committee on Banking Supervision. (2012). *Core Principles for Effective Banking Supervision*. Switzerland: Bank of International Settlements.
- Guerrero, R., Focke, K., & M. de Pereira, A. (2011). *Supervisión con Base en Riesgos: precisión del marco conceptual*. Washington DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Ley 2334/03. De Garantía de Depósitos y Resolución de Entidades de Intermediación Financiera sujetos de la Ley General de Bancos, Financieras y Otras Entidades de Crédito. República del Paraguay. 12 de diciembre de 2003.
- Ley 489/95. Orgánica del Banco Central del Paraguay. República del Paraguay. 29 de junio de 1995.
- Ley 861/96. General de Bancos, Financieras y Otras Entidades de Créditos. República del Paraguay. 24 de junio de 1996.
- Ley 5787/16. De modernización y fortalecimiento de las normas que regulan el funcionamiento del Sistema Financiero Paraguayo. República del Paraguay. 19 de diciembre de 2016.
- López, N., & Ottavianelli, J. (2003). La crisis financiera del 2002 y las oportunidades para la supervisión. *Revista de Economía - Segunda Epoca*, X(2), 222-252.



PARTE 3

Lecciones y proyecciones: Un comparativo regional



Institucionalidad y regulación financiera: ¿Qué aprendimos de las crisis regionales?

Carlos Carvalho Spalding

El autor agradece la valiosa contribución de Miguel Ángel Mora, Eugenio Samuel Cañete, Walter Luis Benítez y Darío Antonio Ruíz Díaz para la elaboración de este capítulo.



Introducción

Las crisis financieras son difíciles de predecir, aunque es posible tomar precauciones y prepararse mejor para enfrentarlas. La experiencia de América Latina es bastante amplia y enriquecedora en tal sentido, pues a lo largo de su historia económica, ha experimentado crisis financieras de diferentes magnitudes, las que han tenido implicancias significativas sobre la economía y el bienestar de la población. Estas crisis financieras han sido bastante generalizadas y, en algunos países, hasta recurrentes.

Paraguay no ha estado ajeno a esta realidad. Si bien el sistema financiero actual es sólido, las crisis financieras ocurridas en la segunda mitad de la década de los 90 y a principios de este siglo generaron impactos negativos significativos en los indicadores del sistema financiero y en la confianza del público, afectando severamente la economía y, particularmente, el empleo y el ingreso de la ciudadanía.

Las crisis financieras de nuestra región se produjeron en un marco de debilidades en la regulación y supervisión financiera, que no acompañaron debidamente el proceso de liberalización financiera que los países de la región encararon a finales de la década de los 80 y comienzos de los años 90. Durante este periodo emergieron debilidades, que posteriormente se evidenciaron cuando el sistema financiero enfrentó choques adversos de origen interno como externo.

En muchas ocasiones, las crisis financieras fueron consecuencia de desequilibrios macroeconómicos que desembocaron en crisis cambiarias o de deuda, las que finalmente arrastraron al sistema financiero. En otros casos específicos en los que el sistema financiero fue afectado negativamente por choques externos, las debilidades domésticas macroeconómicas y de supervisión financiera amplificaron los efectos del contagio.

Las crisis financieras experimentadas en la región y en el mundo dejaron importantes lecciones para los hacedores de política. Se ha investigado y recopilado valiosa información sobre los posibles disparadores de cada crisis, con el propósito de que las autoridades económicas de los países identifiquen las señales de alerta de manera anticipada y puedan actuar de forma preventiva. Se ha observado que un alto porcentaje de las crisis fueron facilitadas por deficiencias en el marco regulatorio y de supervisión. En consecuencia, grandes esfuerzos se han orientado a fortalecer el sector financiero mundial a través del desarrollo de sistemas de regulación y supervisión bancarias más adecuadas a los tiempos modernos.

Tras la crisis financiera global del 2008, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea puso de manifiesto la necesidad de considerar la introducción de una serie de modificaciones estructurales en el marco regulador internacional, materializado en el documento Basilea III, cuyo objetivo es mejorar la capacidad del sec-

tor bancario para absorber perturbaciones procedentes de tensiones financieras o económicas de cualquier tipo, reduciendo con ello el riesgo de contagio desde el sector financiero hacia la economía real.

Por lo expuesto, el presente artículo tiene como objeto aportar a la discusión acerca de los factores comunes que subyacen las crisis financieras y sus externalidades tanto a nivel nacional como transnacional, con el objeto de identificar espacios de cooperación en la lógica de creación de bienes públicos regionales y la importancia de avanzar hacia estándares internacionales de regulación y supervisión del sistema financiero.

A partir de estas consideraciones, se ha organizado este capítulo en tres apartados: el primero describe de manera concisa algunos aspectos conceptuales relacionados con la definición, clasificación y causas de las crisis financieras. En el segundo, se realiza un análisis de las crisis financieras desarrolladas en América Latina, con especial énfasis en las de Argentina (2001-2002), Uruguay (2002) y Paraguay (1995 y 2003). En la última sección, se hace una evaluación de la regulación financiera en Paraguay, destacando los principales cambios en la nueva ley de bancos y los desafíos pendientes en cuanto a los lineamientos de Basilea III, tanto en Paraguay como en la región.

Marco conceptual y teórico

El análisis de las crisis financieras requiere, en primer lugar, una definición conceptual. Reinhart y Rogoff (2009) definen las crisis financieras por tipos de eventos, dividiéndolas en dos. Las de tipo 1 o sistémicas, caracterizadas por corridas bancarias conducentes al cierre, fusión o adquisición por parte del sector público de una o más instituciones financieras; y las de tipo 2 o más moderadas, cuando no hay ejecuciones, cierre, fusión, toma ni asistencia gubernamental a gran escala de una importante institución financiera (o grupo de instituciones) que marque el inicio de resultados similares que afecten a otras instituciones financieras. En la misma línea, Mlachila (2010) también señala que una crisis es considerada sistémica cuando los problemas del sistema financiero son suficientemente graves como para tener un impacto adverso significativo en la economía real y prácticamente eliminar el capital bancario del país.

En la literatura también se ha tratado de clasificar las crisis financieras desde el punto de vista de su origen, definiéndolas como microeconómicas, si están fundamentalmente relacionadas con prácticas crediticias inadecuadas que se diseminan por todo el sistema financiero debido a la falta de una aplicación efectiva de las normas y de una regulación prudencial; o macroeconómicas, si son resultado de

la debilidad del entorno macro y de las políticas económicas (fiscal, monetaria, cambiaria), combinada con *shocks* exógenos que incluyen los posibles efectos de contagio financiero.

En cuanto a las causas de las crisis financieras, si bien aún no se ha llegado a un consenso amplio, hay ciertas características de las mismas que pueden distinguirse con cierta regularidad, a saber:

- i) tienden a ser precedidas por periodos de auges con elevadas expansiones de créditos y significativos aumentos en los precios (burbujas) de los activos financieros (bonos y acciones) y activos reales (propiedades inmobiliarias), en un ambiente de expectativas optimistas, que normalmente se revierte por un evento puntual o *gatillador* de la crisis;
- ii) se generan por una combinación de fallas del mercado y fallas de política económica (profundizadas por deficiencias en la regulación y supervisión de los organismos públicos de los mercados financieros privados), y
- iii) tienden a ser sistémicas, afectando no solamente a las instituciones financieras débiles sino que contagian a subsectores financieros y empresas financieras que previamente se encontraban en buen estado.

Las crisis financieras pueden adquirir estatus transnacional, contagiando a otros países y regiones, dada la alta interconexión existente en la actualidad entre los mercados financieros mundiales. Es muy difícil aislar una crisis financiera a nivel nacional cuando la misma tiene su origen en instituciones sistémicas, y además evitar efectos de contagios trasfronterizos cuando se trata de un país grande. Por último, el restablecimiento de los sistemas financieros en crisis y la recuperación de la economía real tienden a ser lentos y costosos, mucho más que la recuperación de recesiones que no han estado acompañadas de crisis financieras.

En la literatura empírica, resaltan tres criterios para determinar las causas principales de las crisis financieras: el método de señales, el método de regresión con variable dependiente limitada y el método del árbol de clasificación binaria.

El método de señales desarrollado por Kaminsky y Reinhart (1999) trata de determinar un umbral para las variables económicas clave a partir del cual estas puedan enviar señales de una inminente crisis. Los autores mencionados, enfatizan el hecho de que las crisis bancarias están frecuentemente asociadas con grandes fluctuaciones del tipo de cambio, lo que conlleva finalmente a las crisis gemelas: monetarias y bancarias. A su vez, destacan la existencia de ciertos hechos que preceden a la crisis, tal como el proceso acelerado de liberalización acompañado de un fuerte crecimiento del crédito, caída de la actividad económica, aumento de las tasas de interés de los préstamos, disminución en el crecimiento de las exportaciones y la apreciación del tipo de cambio real.

A su vez, Demirgüç-Kunt (2006) utilizan el método de regresión con variable dependiente limitada, con el objetivo de determinar la probabilidad de ocurrencia de una crisis financiera. Los autores llegan a la conclusión de que dicha probabilidad aumenta cuando el crecimiento del PIB es reducido, la inflación es alta, el nivel de reservas internacionales es bajo para cubrir el dinero en sentido amplio, las tasas de interés reales domésticas son altas y se verifican elevadas tasas de crecimientos del crédito.

El método del árbol de clasificación binaria de Cashin y Duttagupta (2008), al igual que la metodología anterior, busca determinar también umbrales de probabilidades de ocurrencias de crisis, pero su principal ventaja radica en el reconocimiento del hecho de que una combinación de factores –más que el empeoramiento de un conjunto específico de los mismos–, sería más relevante para precipitar una crisis, al tiempo de considerar la posible existencia de relaciones no lineales entre las variables que provocan dicha crisis. Conforme a esta metodología, existirían ciertas condiciones que hacen a un país más propenso a las crisis: inflación alta (superior al 19 %), depósitos bancarios altamente dolarizados combinados con una depreciación nominal o un bajo nivel de liquidez y, por último, la baja rentabilidad de los bancos.

La literatura más reciente sobre crisis financieras trata de incorporar cuestiones relacionadas con el cumplimiento por parte de los bancos de los requisitos prudenciales internacionalmente aceptados. En la búsqueda de herramientas macroprudenciales, Sámano (2011) explora si dos instrumentos, específicamente el índice de capitalización combinado con una regla de Taylor, pueden lograr un mejor resultado que la utilización convencional de la regla de Taylor. Concluye que la volatilidad de la inflación y de la brecha del producto, disminuye de modo considerable sin causar demasiada tensión sobre las variables financieras con la incorporación de un segundo instrumento de política por parte del banco central: el índice de capitalización como una variable adicional en la regla tradicional de Taylor. Es decir, una herramienta de política macroprudencial debe reforzar el efecto estabilizador de la política monetaria sobre la brecha del producto y la inflación, aislando a las variables macroeconómicas de choques en el sector financiero

Crisis financieras en América Latina

La historia económica de América Latina está marcada con varios episodios de crisis financieras que tuvieron impacto negativo sobre su economía y, por ende, sobre el bienestar de la población. Estas crisis, bastante generalizadas en la región, en algunos países resultaron recurrentes.

Si contamos desde inicios de la década de los 90, solo Chile, El Salvador y Panamá no experimentaron crisis o periodos de dificultades financieras, en tanto que el resto de los países tuvo uno o más episodios (TABLA 1).

Tabla 1
Episodios de crisis y tensiones en el sistema financiero*

País	Año	País	Año
Crisis del sector financiero		Tensiones financieras	
Argentina	1980, 1989, 1995, 2001	Bolivia	2003
Bolivia	1986, 1994	Brasil	2002
Brasil	1990, 1994	Costa Rica	1994
Chile	1976, 1981	Dominica	2003
Colombia	1982, 1999	Ecuador	2002
Costa Rica	1987	Guatemala	1991, 2000
Rep. Dominicana	2003	Jamaica	1994, 2003
Ecuador	1982, 1996, 1998	Paraguay	2002
El Salvador	1989	Perú	2002
Guyana	1993	Trinidad y Tobago	1982
Haití	1994	Venezuela	1978, 1985, 2002
Jamaica	1995		
México	1981, 1994		
Nicaragua	1990, 2000		
Panamá	1988		
Paraguay	1995		
Perú	1993		
Uruguay	1981, 2001		
Venezuela	1994		

* Según Carstens et al. (2004), un episodio de crisis ocurre cuando la mayor parte o todo el capital del sistema bancario se deteriora, mientras que un episodio de estrés se da cuando instituciones financieras importantes están poco capitalizadas o necesitan apoyo, sin que el sistema como un todo sea profundamente afectado.

Fuente: Carstens, A., Hardy, D., y Pazarbasioglu, C. (2004).

Las crisis financieras registradas en la década de los 90 fueron, en gran medida, resultado de regulaciones débiles y laxa supervisión financiera, que no acompañaron debidamente el proceso de liberalización financiera adoptado por los países de la región a finales de la década de los 80 y comienzos de los 90. En la década de los 80, el sistema financiero no estaba sujeto enteramente a las reglas de mercado.¹ Básicamente, el sistema financiero estaba reprimido y el Estado ejercía una intervención directa en el mercado de créditos o, en todo caso, a través de una regulación estricta de las operaciones del sector. Algunos ejemplos fueron los préstamos dirigidos, las

¹ Algunas de las excepciones son Chile, Argentina y Uruguay, que emprendieron sus reformas financieras en las décadas de los 70 y 80.

líneas de créditos preferenciales, la fijación de las tasas de interés y la creación de instituciones de desarrollo que otorgaban préstamos a tasas subsidiadas, entre otros.

Los créditos estaban concentrados en unos pocos deudores, que en algunos casos estaban estrechamente vinculados con las instituciones financieras. La escasa competencia también respondía a las barreras que fueron impuestas para las entradas tanto a bancos nacionales como extranjeros, destacándose más bien la participación de los bancos estatales. A modo de ejemplo, en 1987, la participación de los bancos públicos era elevada, superando en algunos casos incluso el 50 % de los activos del sistema financiero. Además, la participación de los bancos extranjeros era relativamente baja en la mayoría de los países (TABLA 2).

Tabla 2
Activos del sistema financiero, en porcentaje (1987)

Países	Bancos				Total (público más privado)	Otras entidades*
	Privados			Públicos		
	Nacionales	Extranjeros	Sub Total			
Argentina	23,5	14,9	38,4	37,6	76,0	24,0
Bolivia	55,1	3,4	58,5	13,2	71,7	28,3
Brasil	10,5	2,5	13,0	38,6	51,5	48,5
Chile	54,9	14,4	69,3	17,5	86,8	13,2
Colombia	16,9	4,7	21,6	34,8	56,3	43,7
Ecuador	34,0	3,7	37,7	55,8	93,5	6,5
Guatemala	65,8	4,5	70,3	5,8	76,0	24,0
Honduras	46,8	4,6	51,4	11,6	63,1	36,9
México	0,2	0,0	0,2	46,4	46,6	53,4
Perú	15,3	0,7	16,0	18,0	33,9	66,1
Uruguay	n.d.	33,3	33,3	59,0	92,2	7,8
Venezuela	57,9	0,4	58,4	13,3	71,7	28,3

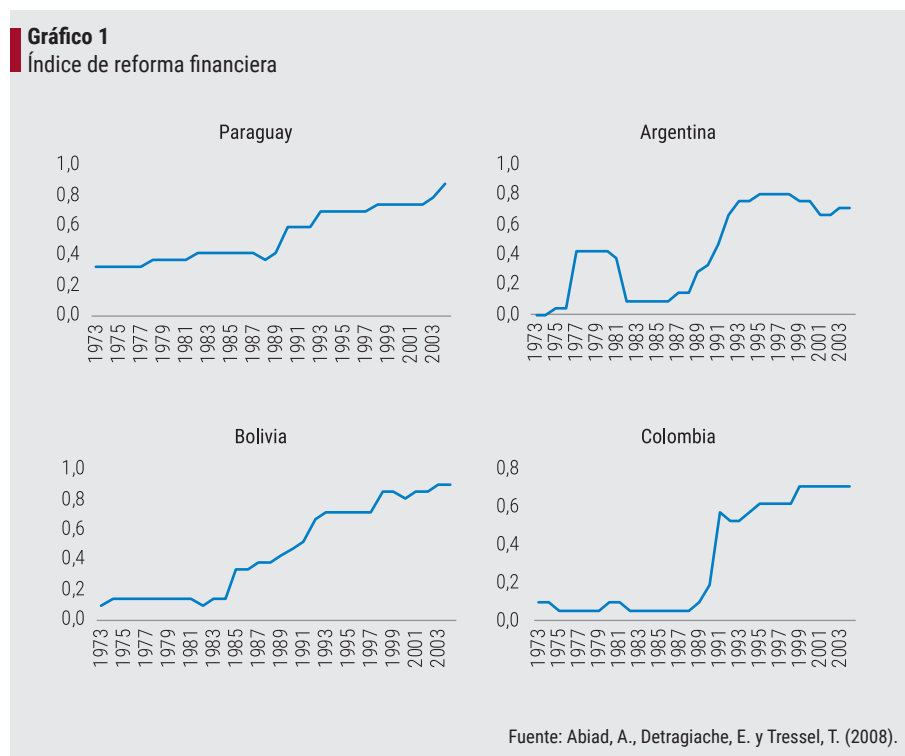
* Créditos de corto plazo, de otras instituciones financieras y créditos de instituciones de desarrollo, de ahorro y préstamos, fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos mutuos, bancos de inversión, firmas de corretajes, y otros.

Fuente: Livacic y Sáez (2000).

El rol de los supervisores se reducía, mayormente, al análisis contable de los estados financieros, sin una orientación hacia la detección de los potenciales riesgos del sistema financiero. En esto también contribuyó la limitada capacidad técnica del personal a cargo de las tareas de supervisión. El escenario macroeconómico de la década de los 80 se había deteriorado significativamente por los distintos *shocks* que experimentó la región.

Este escenario de desequilibrios macroeconómicos y de debilidad del sistema financiero motivó el impulso de importantes reformas estructurales y programas de estabilización, principalmente en los años 90. Estas apuntaban fundamentalmente a hacer frente a los problemas de la deuda, las presiones inflacionarias derivadas de los desequilibrios fiscales, como así también al mejoramiento de la eficiencia en la asignación de los recursos. Estas reformas se enmarcaban dentro de las propuestas del Consenso de Washington que entre otros puntos, planteaba políticas de estabilización macroeconómica, de liberalización económica, de reducción del tamaño y costo del Estado y la eliminación de distorsiones que impedían el normal funcionamiento de los mercados.

Una de las reformas centrales fue la desregulación o liberalización del sector financiero (GRÁFICO 1), que implicó la supresión de los controles sobre las tasas de interés, la eliminación de los préstamos preferenciales y la reducción de los coeficientes de encaje, permitiendo una asignación más eficiente de los recursos, en función de las reglas del mercado.² La liberalización también permitió un importante influjo de capitales extranjeros en los años 90.



2 Las reformas contemplaban también la privatización de algunos bancos estatales.

Estas reformas en el sistema financiero, si bien fueron importantes para el desarrollo financiero de estos países, no estuvieron acompañadas de un fortalecimiento de la capacidad de supervisión de las entidades, lo cual dio lugar a una expansión desordenada del sistema, que derivó en tensiones o crisis financieras en varios países de la región, en algunos casos iniciadas por *shocks* macroeconómicos y, en otros, como resultado de las debilidades inherentes al propio sistema financiero. Coincidentemente, la mayoría de los países que atravesaron dificultades financieras en los 90 fueron aquellos que realizaron reformas financieras sin acompañamiento de una vigilancia financiera más estricta (TABLA 3).

Tabla 3

Crisis bancarias pos reforma y fortalecimiento de supervisión³

		Fortalecimiento de supervisión junto con reformas	
		SÍ	NO
Crisis/ problemas significativos bancarios post reformas	SÍ	Argentina (1995)	Bolivia (1994), Brasil (1994), Colombia (1998), Costa Rica (1994), Ecuador (1995), México (1994), Paraguay (1995), Venezuela (1994)
	NO	Chile, El Salvador, Nicaragua, Perú, Uruguay	

Fuente: Livacic y Sáez (2000).

Como ya se mencionó, también existieron episodios puntuales en los que, además de las debilidades regulatorias o de supervisión, las crisis financieras fueron consecuencia de vulnerabilidades macroeconómicas que desembocaron en crisis cambiarias o de deuda y que arrastraron al sistema financiero, con casos específicos en los que el sistema financiero fue afectado severamente por eventos ocurridos fuera de las fronteras. Tales debilidades domésticas macroeconómicas y de supervisión financiera amplificaron los efectos del contagio exógeno. Un ejemplo reciente fue la crisis financiera de Argentina de 2001-2002, que terminó afectando fuertemente a Uruguay y, en menor medida, a Paraguay.

3 Los autores definen que las crisis bancarias se refieren a los casos en que existen corridas, cambios bruscos en portafolios, cierre de bancos o intervención oficial. Problemas significativos se refiere a los casos en que existen deficiencias que no alcanzan a nivel de crisis, pero ponen en riesgo la estabilidad e integridad del sistema. Entre paréntesis figura el año de inicio de las crisis.

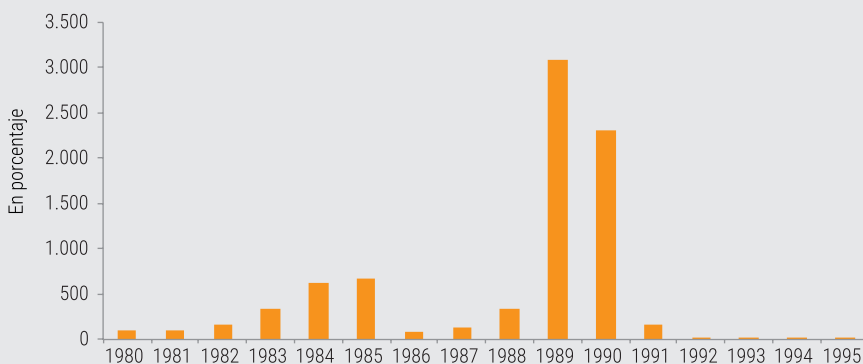
|| Crisis financiera en Argentina (2001-2002)

La crisis financiera de Argentina de 2001-2002 fue una de las más catastróficas en toda su historia, considerando las severas implicancias que tuvo en los campos económico, político y social. La comprensión de esta crisis requiere, necesariamente, de un análisis del contexto económico previo que arroje más luz sobre las circunstancias que desencadenaron la crisis.

En la década de los 80 y principios de la década de los 90, Argentina se encontraba en un periodo crítico de hiperinflación y bajo crecimiento económico. Para hacer frente a este complejo escenario inflacionario, el gobierno decidió adoptar en 1991 un plan de estabilización basado en el tipo de cambio, mediante la creación de una junta monetaria o caja de conversión (*currency board*), conocida como la *ley de convertibilidad*, la cual estableció la paridad total del peso con el dólar, respaldando los pesos en circulación con reservas en dólares.

En los primeros años de la ley de convertibilidad, los resultados económicos fueron bastante auspiciosos. La inflación se redujo significativamente y el crecimiento se recuperó notoriamente. Luego de alcanzar una tasa de 3.079 % en 1989 y 2.314 % en 1990, la inflación se situó por debajo del 5 % desde 1993 (GRÁFICO 2). A su vez, este proceso de desinflación contribuyó a reducir las tasas de interés y a incrementar la inversión que quedó situada en torno al 19 % del PIB en 1998, por encima del 12 % del PIB registrado en 1990. La actividad económica registró un vigoroso crecimiento, promediando una tasa de 8,2 % entre 1991 y 1994, luego de verificar una caída promedio de 3,4 % entre 1987 y 1990.

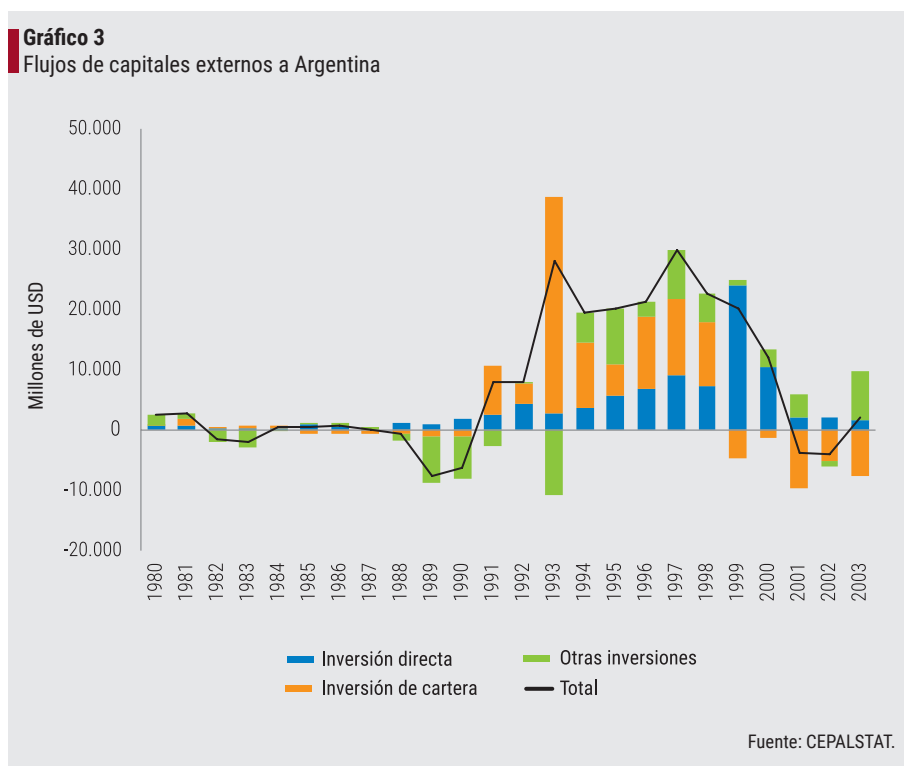
Gráfico 2
Inflación en Argentina



Fuente: CEPALSTAT.

Sin embargo, a pesar de la reducción de la tasa de interés local, los diferenciales respecto a las tasas internacionales seguían siendo importantes.

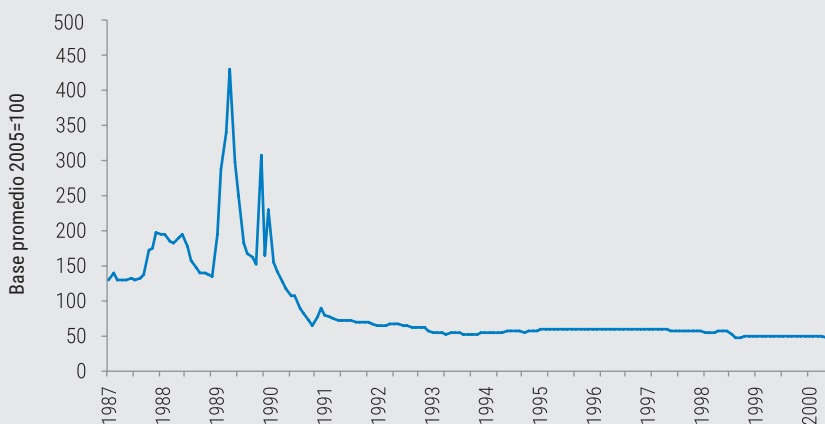
En lo que refiere a la política financiera, desde comienzos de los 90, se inició un proceso de mayor apertura en el sector financiero, consistente en la libre entrada de la inversión extranjera directa y de cartera, la supresión de las trabas para el ingreso de bancos extranjeros, entre otras medidas, que permitió un aumento de los depósitos y créditos en dólares. En este contexto de reformas financieras, conjuntamente con el establecimiento del tipo de cambio fijo y la privatización de las empresas públicas, se observó una significativa afluencia de capital extranjero. La inversión directa se incrementó de USD 1.836 millones en 1990 a USD 9.160 millones en 1997 (GRÁFICO 3).



El flujo considerable de divisas derivado de la inversión extranjera (directa, de cartera y otras inversiones) como así también de las privatizaciones de las empresas estatales contribuyó en los primeros años a sostener la paridad fija del peso con el dólar. No obstante, a medida que estos recursos fueron disminuyendo, la caja de conversión comenzó a depender más del endeudamiento externo, dado que el modelo agroexportador no estaba generando suficientes ingresos de divisas.

Con la paridad fijada respecto al dólar, por otra parte, el tipo de cambio real en la década de los 90 se mantuvo muy apreciado respecto a los niveles observados en la década anterior (GRÁFICO 4).

Gráfico 4
Tipo de cambio real multilateral de Argentina

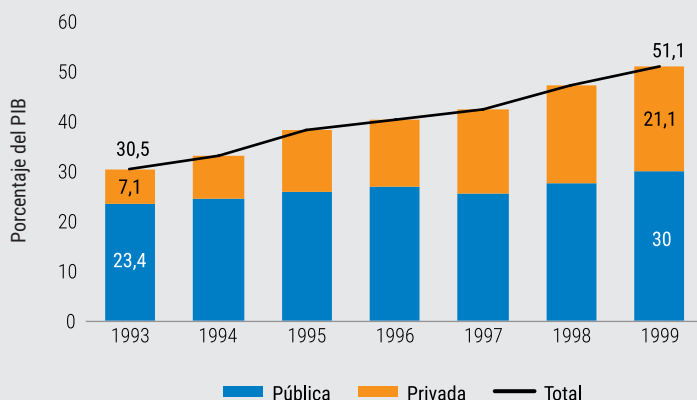


Fuente: Dirección Nacional Centro de Economía Internacional (DNCEI).

En este periodo, la deuda externa se incrementó significativamente, pues una parte del capital foráneo se destinó a la compra de bonos argentinos en dólares o consistían en financiamiento externo de los bancos. La deuda externa total, como porcentaje del PIB, aumentó cerca de 20 puntos porcentuales entre 1993 y 1999, destacándose primordialmente el crecimiento del endeudamiento privado, si bien la participación de la deuda pública seguía siendo la más elevada (GRÁFICO 5).

Esta mayor entrada de capitales propició un incremento importante del crédito bancario, que en algunos casos fue aplicado a proyectos poco rentables que aumentaron el riesgo del crédito, o a proyectos que implicaban un riesgo cambiario por la falta de cobertura ante una eventual modificación o quiebre de la regla cambiaria. Este escenario contribuyó a acrecentar las debilidades en el sistema financiero, pues en un contexto de tipo de cambio fijo y libre movilidad de capital, la política monetaria se encuentra *atada de manos* para ejercer su rol contracíclico ante eventuales *shocks* externos, como un incremento de las tasas internacionales, una caída de los términos de intercambio, una salida de capitales o una apreciación real de la moneda.

Gráfico 5
Deuda externa total en Argentina



Fuente: Bustelo, P. (2001).

La apreciación real del peso y la reducción de los precios de las materias primas de exportación aumentaron el déficit en cuenta corriente, el cual se incrementó desde 1,8 % del PIB en 1995 hasta 4,5 % en 1998. Asimismo, el PIB registró una caída de 3,4 % en 1999, luego de varios años de tasas elevadas de crecimiento (excepto la recesión de 1995, como consecuencia del *efecto tequila*).⁴

De esta manera, el entorno macroeconómico, caracterizado por la recesión económica, la apreciación real de la moneda, el déficit en cuenta corriente, la frágil situación fiscal y la incertidumbre respecto de la estabilidad del *currency board* generó un aumento de la desconfianza de los agentes económicos y provocó un retiro masivo de los depósitos y una fuga de los capitales extranjeros. Para contrarrestar el retiro de los depósitos, el Gobierno adoptó la drástica decisión de inmovilizar los depósitos a finales del 2001, por un periodo de casi un año.

Los bancos fueron afectados, además, por la *pesificación* desigual, que consistía en establecer un tipo de cambio de uno a uno del peso con el dólar para los préstamos en moneda extranjera del sector privado, mientras que la paridad cambiaria para los créditos otorgados al sector público y los pasivos bancarios era de 1,4 pesos por dólar. En esta crisis, doce bancos privados y públicos, que representaban 40 % de los depósitos, recibieron ayuda de liquidez y tres bancos extranjeros fueron a resolución.

4 La crisis mexicana a finales de 1994 provocó incertidumbre respecto de la sostenibilidad de la caja de conversión y desencadenó una repentina retirada de los depósitos y grandes salidas de capital. En esta crisis, alrededor de 40 bancos pequeños (casi un tercio del total de bancos) quebraron, se adquirieron o se fusionaron. Después de la caída del PIB en 1995, la economía se recuperó nuevamente en los años inmediatamente posteriores. Para muchos observadores, esta recuperación fue tomada como una señal de la fortaleza de la economía argentina.

La severidad de la crisis se reflejó en el desempeño macroeconómico. En el 2002, el PIB experimentó una caída de casi 11 %, la deuda bruta del Gobierno general se ubicó en 152 % del PIB y la inflación subió a casi 26 %.

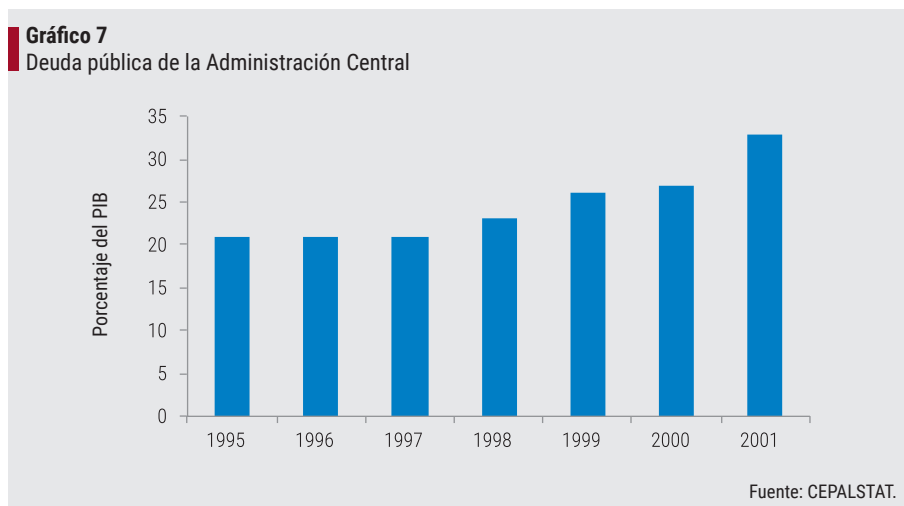
La crisis financiera en Argentina fue provocada en gran medida por la crisis cambiaria, el alto endeudamiento externo, la debilidad y la inconsistencia de la política fiscal *vis á vis* la regla cambiaria, acentuada por la recesión económica y las propias debilidades del sector financiero, factores que exacerbaban la desconfianza de los agentes económicos y provocaron una corrida bancaria y una reversión brusca de los flujos de capitales. Ante este escenario, la conducción económica del país se vio forzada a abandonar el esquema de tipo de cambio fijo, lo que provocó una depreciación real de más de 170 % entre diciembre de 2001 y junio de 2002 y amplificó el efecto negativo sobre el sistema financiero debido a la alta dolarización de los créditos y la falta de una apropiada cobertura ante el riesgo cambiario.

II Crisis financiera en Uruguay (2002)

La crisis financiera en Argentina terminó afectando de manera significativa al sistema financiero uruguayo y, en consecuencia, a su economía en general. Pero más allá del efecto contagio, es preciso señalar que el periodo inmediatamente previo a la crisis también se caracterizó por un deterioro importante de la economía uruguaya, explicado en gran parte por el debilitamiento económico de Brasil, los efectos de la fiebre aftosa y el quiebre de su regla cambiaria, que culminó en una importante depreciación de su moneda. A esta debilidad previa de la economía del país, se sumó la recesión de Argentina, país con el cual Uruguay históricamente mantenía un alto grado de correlación (GRÁFICO 6).



Si bien el detonante de la crisis en Uruguay provino de Argentina, el país mostraba debilidades económicas que lo hacían vulnerable a los *shocks* externos. Entre 1998 y 2001, como consecuencia de una importante expansión del gasto público, el déficit fiscal aumentó sustancialmente y la deuda pública de la administración central se incrementó en torno a 10 puntos porcentuales, desde 22,9 % a 33,3 % del PIB (GRÁFICO 7).



En el sector financiero, la banca pública presentaba fragilidades importantes que no se limitaban solo a la flaqueza en materia de supervisión. Por ejemplo, la exposición cambiaria era bastante elevada, teniendo en cuenta que el 90 % de los depósitos estaban denominados en dólares, con lo cual el descalce de monedas elevaba el *costo de quiebre* del sistema. A esto se sumaba que alrededor del 50 % de estos depósitos correspondía a no residentes, en su mayoría argentinos. Por este motivo, el vínculo entre los sistemas financieros de ambos países era bastante importante, y los canales de transmisión para eventuales efectos contagios de crisis casi inmediato.

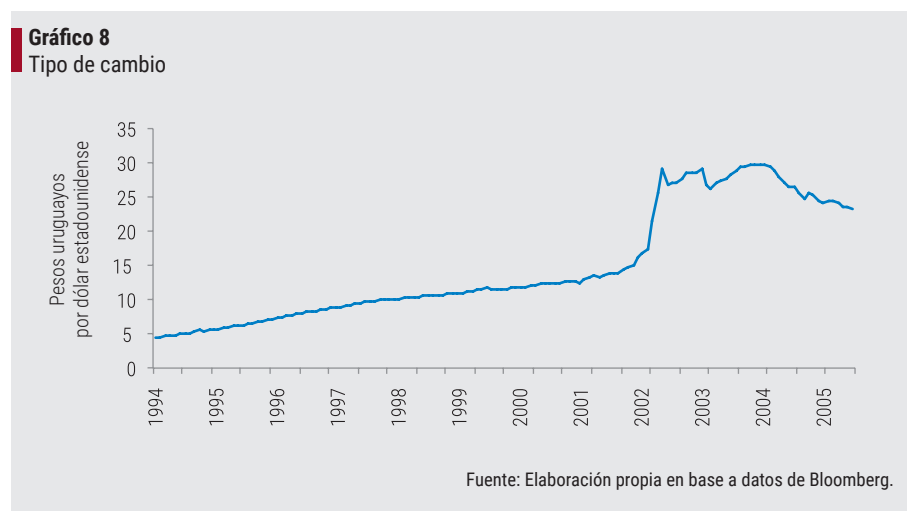
Por el lado del comercio exterior, había una alta concentración de las exportaciones en unos pocos mercados regionales, principalmente Brasil y, en menor medida, Argentina. Sumado a esto, el manejo del tipo de cambio con bandas estrechas representaba un factor de rigidez para acomodar eventuales choques externos.

En este contexto macroeconómico y de supervisión financiera relativamente frágil, en diciembre de 2001 se desató la crisis financiera en Argentina, que generó también una corrida bancaria en Uruguay, como resultado de los problemas que comenzaron a afectar a algunos de los bancos más expuestos a la crisis argentina, como el Banco Galicia y el Banco Comercial.

Con la restricción establecida en Argentina para retirar los fondos de los bancos, medida financiera que se denominó *corralito*, los argentinos comenzaron a retirar sus depósitos de los bancos uruguayos por motivos transaccionales y, sobre todo, precautorios, ante el temor de que las autoridades de Uruguay adoptaran medidas similares.

El empeoramiento de la situación en Argentina, con la profundización del congelamiento de los depósitos bancarios en el 2002, generó más incertidumbre en el sistema financiero uruguayo, lo que provocó nuevamente otra corrida bancaria, pero de mayor magnitud, que se extendió hasta mediados del 2002.

En este periodo, Argentina abandonó la paridad cambiaria fija y declaró la cesación de pagos de su deuda, lo que potenció aún más la percepción de riesgo de los agentes económicos hacia la economía uruguayo. Esto, inicialmente, llevó también a Uruguay a flexibilizar su banda cambiaria durante la primera mitad del 2002 y, posteriormente, a adoptar la libre flotación cambiaria para disminuir la presión sobre las reservas internacionales que se estaban reduciendo a un ritmo considerablemente alto (GRÁFICO 8).



Como resultado de esta crisis, la recesión en la que ya estaba inmersa la economía se profundizó y se registró una caída del producto de 7,1 % en el 2002. Concomitantemente, el tipo de cambio se depreció 110 % entre diciembre del 2001 y setiembre del 2002 y la deuda pública de la Administración Central se elevó de 33,3 % del PIB en el 2001 a 69 % del PIB en el 2002.

Cabe reiterar que, además del efecto contagio proveniente de Argentina, las vulnerabilidades macroeconómicas y del sistema financiero uruguayo contribuyeron en gran medida a amplificar el *shock* externo inicial.

|| Crisis financieras en Paraguay

En Paraguay, las crisis financieras ocurridas en la segunda mitad de los 90 se explicaron fundamentalmente por motivos microeconómicos. Sin embargo, la tensión financiera del 2002 fue resultado de un efecto contagio, derivado de la crisis financiera en Argentina, que posteriormente se extendió a Uruguay. Lo común en ambas crisis fue la debilidad existente en la regulación y la supervisión del sistema financiero.

La primera ola de crisis financiera en Paraguay se inició en mayo de 1995 cuando dos de los bancos nacionales más importantes, el Banco General y Bancopar,⁵ fueron intervenidos por el Banco Central del Paraguay (BCP), ante la imposibilidad de cumplir con sus compromisos en la cámara compensadora y la negativa del BCP a seguir prestándoles asistencia financiera. En los años previos, estos bancos habían estado incrementando la concesión de créditos a un ritmo significativo y se encontraban con deficiencias de capital. Además, habían estado recurriendo fuertemente al mercado interbancario y beneficiándose con importantes depósitos del sector público. Para finales de 1995, otros dos bancos comerciales (Bancosur y Banco Mercantil), cuatro entidades financieras⁶ y una asociación de ahorro y préstamo para la vivienda (Hogar Propio) también fueron intervenidos. La asociación de ahorro y préstamo fue intervenida por el Consejo Nacional de la Vivienda (CONAVI).

En cierta medida, si bien se tenía conocimiento de algunas de las debilidades de las instituciones financieras, no fue hasta las intervenciones en que se pudieron precisar claramente las prácticas fraudulentas y la mala administración que imperaba en el sistema financiero. Así, algunos activos que figuraban en los libros simplemente no existían, una parte importante de los préstamos era otorgada a empresas relacionadas y muchos de los depósitos no estaban en los registros oficiales. Estos depósitos no registrados eran conocidos como depósitos *en negro* y *en gris*, cuya diferencia radicaba en que los documentos respaldatorios de los primeros no contaban ni siquiera con el logo de la institución y eran simples pagarés firmados por los administradores. Esta práctica era habitual en el sistema financiero en el periodo previo a la crisis y se hacía principalmente con el objetivo de evitar el *impuesto implícito* de los altos niveles de reservas legales requeridas.

Estas prácticas comenzaron a afectar la confianza en el sistema financiero, principalmente en los bancos locales, lo que motivó un retiro de los depósitos de estas entidades para trasladarlos hacia los bancos extranjeros o del Gobierno, que los agentes percibían como más seguros. A finales de 1994, la participación de los bancos locales se situaba en torno a 46 %, porcentaje que se redujo a casi 31 % un

5 A diciembre de 1994, la participación de Banco General en los depósitos era 4,78 % y de Bancopar era 4,71 %. En aquel momento, ocupaban el quinto y sexto puesto en cuanto a depósitos del sistema bancario.

6 Las entidades financieras fueron: Sur de Finanzas, Urundey, Vanguardia y Sauce.

año después, mientras se incrementó la participación de los bancos extranjeros y de la banca estatal.

Para hacer frente a la pérdida de confianza y ante la falta de un esquema formal de seguro de depósitos, el BCP decidió pagar la totalidad de los depósitos *en blanco* en el periodo inicial de las intervenciones.⁷

Hacia finales de 1995, y con el objeto de minimizar el *riesgo moral*, la ley de bancos vigente en ese momento⁸ tuvo que ser modificada por la Ley 797/1995 de Estabilización y Reactivación Financiera, que establecía explícitamente que solo ofrecía cobertura de aquellos depósitos debidamente registrados en el pasivo de la entidad hasta el equivalente de 100 salarios mínimos mensuales por cada cuenta, una suma equivalente a los 43 millones de guaraníes, aproximadamente USD 22.000 al tipo de cambio de ese periodo. Es decir, los depósitos en negro y en gris no estaban cubiertos bajo esta ley. Otra particularidad de esta normativa fue la posibilidad de implementar un plan de rehabilitación a las entidades en dificultad.

No obstante, los depositantes en negro o en gris, con el argumento de que desconocían lo que sucedía en las entidades financieras, ejercieron fuertes presiones sobre las autoridades de la época y lograron la aprobación de otra ley (la 814/1995),⁹ pesar del veto presidencial, la cual posibilitaba la cobertura de los depósitos hasta el monto de 30 millones de guaraníes por persona, equivalente a unos USD 14.500. A cambio de esto, el poder ejecutivo entregó bonos al BCP por los montos cancelados.

De acuerdo con López y Mongelós (1998), gracias a la asistencia irrestricta del BCP a los bancos intervenidos, con el apoyo del Gobierno y del Congreso Nacional, los ahorristas no sintieron directamente los efectos de la crisis de 1995. Sin embargo, esto generó un riesgo moral en el sistema financiero, puesto que había la percepción de que, ante cualquier problema, el BCP ofrecería nuevamente la asistencia necesaria. En este escenario, tanto los ahorristas como los administradores no estaban preocupados por restaurar la solidez financiera de sus instituciones.

Con el objeto de corregir estos incentivos perversos, se aprobaron una nueva Carta Orgánica del BCP (Ley 489/1995)¹⁰ y una nueva Ley de Bancos (Ley 861/1996)¹¹, que introdujeron nuevas reglas de juego mucho más exigentes en el sistema financiero. La carta orgánica del BCP, que estuvo vigente hasta la crisis, no

7 La asistencia financiera del BCP durante 1995 se situó en torno a los USD 350 millones, aproximadamente 4 % del PIB. De acuerdo al PIB en dólares del 2016, esto equivaldría aproximadamente a USD 1.100 millones actualmente, lo cual da una idea de la magnitud de la asistencia financiera del BCP en 1995.

8 Ley 417/1973 General de Bancos y de otras Entidades Financieras.

9 Ley 814/1995 Que autoriza al Banco Central del Paraguay a cancelar las acreencias de ahorristas y acreedores de los bancos y demás entidades financieras intervenidas y al poder ejecutivo a emitir bonos.

10 Ley 489/1995 Orgánica del Banco Central del Paraguay.

11 Ley 861/1996 General de Bancos, Financieras y Otras entidades de Crédito.

imponía límites de ayuda financiera a los bancos en problema, mientras que bajo la nueva normativa, el BCP solo estaba facultado a otorgar asistencia financiera en situaciones de iliquidez transitoria. En los casos de solicitudes de prórroga, se requería de la aprobación de un plan de rehabilitación y fortalecimiento y, posteriormente, de un decreto presidencial. Por otro lado, las entidades financieras debían ajustarse a los nuevos umbrales para el capital mínimo, los estados contables debían ser examinados por auditores independientes, los préstamos a empresas vinculadas tenían que reducirse, entre otros requisitos. En cuanto a la cobertura de los depósitos, la nueva ley de bancos establecía un límite de 10 salarios mínimos.

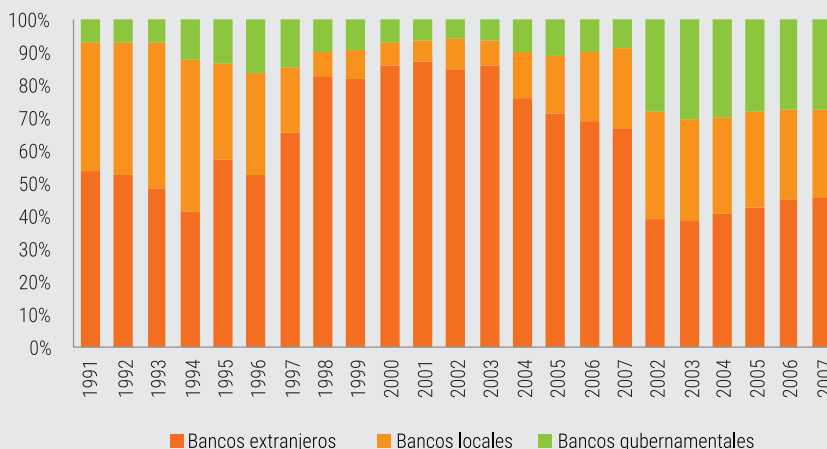
A pesar de las importantes reformas legales y las mejoras en la supervisión, algunas instituciones financieras seguían siendo vulnerables. Ante esta situación, los bancos en problemas fueron sometidos a los llamados *programas de rehabilitación* con la asistencia financiera del BCP. Los depósitos del Instituto de Previsión Social (IPS) también fueron redireccionados hacia los bancos con problemas de solvencia. Estas medidas fueron adoptadas con el fin de evitar la intervención, no obstante, ninguno de ellos logró superar sus deficiencias financieras. Según Insfrán Pelozo (2000), los planes de rehabilitación solo lograron “retrasar la defunción de los enfermos”, ya que eventualmente estos bancos con dificultades fueron intervenidos y liquidados.

Entre 1997 y 1998, seis bancos (Desarrollo, Corfan, Busaif, Bipsa, Unión y Banco Nacional de Trabajadores) fueron intervenidos y posteriormente cerrados. Por su parte, el IPS perdió depósitos por un monto cercano al 3 % del PIB, que, en parte, fue compensado por un bono de largo plazo del Gobierno con una tasa de 1 % anual. En este contexto, también se aprobó la Ley 1.186/1997 que incrementaba la cobertura de los depósitos hasta 100 salarios mínimos.

A diferencia de la crisis de 1995, en las registradas en 1997 y 1998, la percepción de una cobertura ilimitada por parte del BCP había cambiado, lo que generó una mayor migración hacia la calidad (*flight to quality*) por parte de los depositantes, principalmente hacia los bancos extranjeros. A finales de 1996, los bancos extranjeros concentraban el 52 % de los depósitos (los bancos locales representaban el 31 % y los bancos estatales el 17 %), y para finales de 1998 la participación de estos se había incrementado hasta 82 % (los bancos locales representaban solamente el 8 % y los bancos estatales el 10 % de los depósitos). En los siguientes años, la situación mejoró paulatinamente, aunque la confianza seguía depositada principalmente en los bancos extranjeros (GRÁFICO 9).

Gráfico 9

Participación de los depósitos en el sistema bancario



Fuente: BCP.

Hasta ese entonces, las potenciales causas de las crisis radicaban en cuestiones propiamente internas, ya sea por una débil regulación y supervisión, prácticas fraudulentas y una gestión ineficiente de los administradores de los bancos y capital humano insuficiente para implementar los cambios necesarios en las normativas del sistema, entre otras. Sin embargo, inesperadamente, y en un contexto de cierta mejora del sistema financiero, un importante actor del sistema bancario, el Banco Alemán,¹² se enfrentó a una corrida de sus depósitos en el 2002, tras presentar algunos problemas de liquidez. En este caso, la crisis fue resultado de un efecto contagio de eventos ocurridos en economías vecinas. La empresa dueña del Banco Alemán (Grupo Velox) también tenía otras instituciones financieras en Argentina y Uruguay, y la misma utilizaba una parte importante de los depósitos captados para financiar un banco extraterritorial (el Trade Grade and Commercial Bank), que a su vez destinaba los recursos para el financiamiento de otras empresas del grupo. En el 2002, la crisis en Argentina y las corridas bancarias en Uruguay afectaron negativamente la liquidez de esta empresa y provocaron también una corrida del Banco Alemán en el mercado local.

Finalmente, el último episodio de tensión financiera en Paraguay se registró en el 2003, con la intervención de Multibanco a mediados de ese año. Nuevamente las prácticas al margen de la legislación fueron una de las principales razones del cierre de este banco.

¹² A finales de 2001, era el tercer banco más grande en términos de depósitos del sistema bancario, con una participación de 11 %.

Así como en otros países, las crisis financieras en Paraguay tuvieron un impacto significativo sobre la economía. Si bien es difícil cuantificar los efectos económicos que pudo haber tenido, es preciso señalar que el crecimiento del PIB entre 1996 y 2002 se situó en 0,2 %, muy inferior a la tasa promedio de 4,7 % del periodo inmediatamente anterior (1992-1995). En cuanto a los costos directos, de acuerdo a Mlachila (2010), entre 1995 y 2003, los costos fiscales acumulados representaron en torno al 15,7 % del PIB.

Como se ha observado en el análisis de las crisis financieras de algunos países de la región, en distintas épocas, es posible identificar diferentes factores detonantes de dichas crisis, tanto de carácter macro como microeconómico. No obstante, hay un factor que subyace a todas ellas y es el de la debilidad institucional en los esquemas de regulación y supervisión del sector financiero.

En momentos en que los países de la región, y en particular Paraguay, han realizado avances formidables en la formulación de políticas macroeconómicas adecuadas y en el fortalecimiento de la institucionalidad económica, y que como resultado se ha logrado cierta consolidación en la estabilidad macroeconómica, además de emprender reformas microeconómicas relevantes, surge el tema de la regulación y supervisión bancaria como parte prioritaria de la agenda de reformas de los países en los próximos años.

Los esfuerzos realizados en la dirección de fortalecer la regulación y los esquemas de supervisión en la región han sido muy relevantes, pero aún falta un largo camino por recorrer. Eso se analizará en los próximos capítulos, poniendo especial énfasis en que gran parte de ese trabajo es posible hacer desde ámbitos de cooperación regional, que redundará en beneficio de los países de la región.

II Evaluación de la regulación y supervisión bancaria actual de la región con énfasis en Paraguay

Las crisis financieras experimentadas en las últimas décadas en la región y en el mundo han afectado negativamente las condiciones económicas, sociales e institucionales, pero también han sido una fuente de importantes enseñanzas. Lo mucho que se ha investigado sobre los posibles disparadores de estas crisis, sirven para que los países identifiquen anticipadamente las señales de alerta y puedan actuar preventivamente. Sin dudas, un entorno macroeconómico sólido, que incluya una adecuada conducción monetaria y fiscal, son condiciones esenciales para mantener un sistema financiero saludable. No obstante, se ha observado, sobretudo en América Latina, que un alto porcentaje de las crisis fueron facilitadas por deficiencias en el marco regulatorio y supervisor. En consecuencia, grandes esfuerzos se han orientado a fortalecer el sistema financiero mundial a través del desarrollo de esquemas de regulación y supervisión bancarias más adecuados a los tiempos modernos.

El organismo encargado de dictar las directrices en el ámbito de la regulación y supervisión bancaria internacional es el Banco de Pagos Internacionales a través de su Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés de Basel Committee on Banking Supervision). Esta comisión elabora, por un lado, las recomendaciones internacionales de capital y liquidez conocidas comúnmente como Basilea¹³ y, por el otro, los principios básicos para una supervisión bancaria efectiva,¹⁴ los cuales establecen las mejores prácticas de supervisión bancaria y definen las normas mínimas para la regulación y supervisión prudencial de los bancos. En la región, únicamente Argentina y Brasil forman parte del BCBS, por lo cual están sujetos al cumplimiento imperativo de las normas del comité. El resto de los países de la región lo hace de manera voluntaria.

Al respecto, los países de la región han redoblado esfuerzos para avanzar hacia los más actuales estándares internacionales del BCBS. En algunos casos, fueron necesarios hasta cambios en el marco jurídico vigente ya que el mismo limitaba de alguna forma el cumplimiento de los principios básicos. Por ejemplo, en el caso concreto de Paraguay, el 19 de diciembre de 2016 se aprobó la nueva ley de bancos conocida como Ley 5787/2016 de Modernización y Fortalecimiento de las Normas que Regulan el Funcionamiento del Sistema Financiero Paraguayo, y ha sido recientemente promulgada por el Poder Ejecutivo la nueva ley orgánica del BCP. Con estas reformas, el órgano supervisor tendrá mayor margen de maniobra para cumplir con más eficacia su tarea de velar por la estabilidad del sistema financiero.

Principios básicos para una supervisión bancaria eficaz en Paraguay

Teniendo en cuenta la última evaluación del 2010 sobre la estabilidad del sistema financiero de Paraguay, realizada conjuntamente por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) en el marco del programa de evaluación del sector financiero (PESF), se han observado importantes avances.

Se destaca especialmente la modificación del marco jurídico con la nueva ley de bancos (Ley 5787/2016), logro fundamental para sentar las bases necesarias para el mejoramiento del nivel de cumplimiento de los estándares internacionales de regulación y de supervisión. Del mismo modo, se ha logrado avanzar a lo largo de las siete categorías principales de los veinticinco principios básicos para una supervisión bancaria efectiva (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2006a), cuyo marco metodológico fue utilizado durante dicha evaluación (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2006b).

¹³ La última versión fue publicada en el mes diciembre de 2010 y es conocida como Basilea III.

¹⁴ Actualizada por última vez en setiembre de 2012.

De la primera categoría, *Objetivos, independencia, potestades, transparencia y cooperación*, se han mejorado las normas de regulación prudencial, la escala salarial y la estructura de la carrera de los profesionales encargados de la supervisión y la coordinación con el Instituto Nacional de Cooperativismo (INCOOP). Igualmente, en lo referente a la categoría *Licencias y estructuras*, se han actualizado las leyes referentes a la información sobre los accionistas y transferencias de acciones, se han ampliado los casos de incompatibilidades e inhabilidades, se han actualizado los criterios para calificar a bancos del exterior y definido la composición y responsabilidades de los directorios de los bancos.

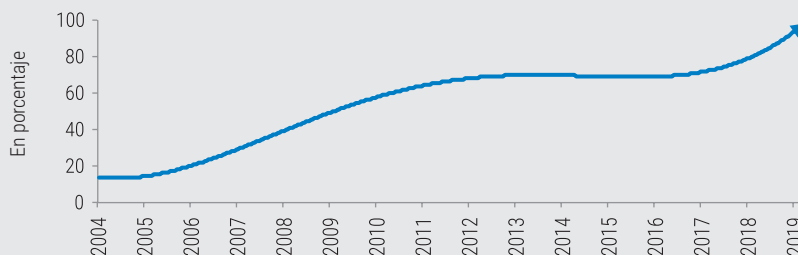
Respecto a la categoría *Regulación y requisitos prudenciales*, se ha mejorado la definición de capital regulatorio, el índice de solvencia y las ponderaciones por riesgo de los activos y contingentes de las entidades. Además, la nueva Ley 5787/2016 faculta al BCP a establecer capital adicional por riesgos en función al perfil de riesgo de la entidad. Igualmente, se ha establecido la definición de entidades de importancia sistémica, así como también se ha mejorado en las áreas de anti lavado de dinero y combate al financiamiento del terrorismo.

En términos de *Métodos para la supervisión bancaria continua*, se ha mejorado el intercambio de información con el INCOOP e implementado exitosamente el proyecto de reingeniería informática. Dentro de las recomendaciones en cuanto a *Contabilidad y divulgación*, también se han mejorado los requisitos de divulgación de información al público e iniciado el proceso de adaptación a las normas internacionales de información financiera (NIIF), para lo cual se está trabajando en la construcción de una hoja de ruta.

Igualmente, en la categoría *Potestades correctivas del supervisor*, la Ley 5787/2016 ha dado mayor margen discrecional al BCP para aplicar medidas preventivas y graduales para velar por la estabilidad financiera. Por último, en lo relativo a la categoría *Supervisión bancaria consolidada y transfronteriza*, la nueva ley ha mejorado las normas prudenciales para la supervisión consolidada.

De esta manera, se observa que el grado de cumplimiento de los principios básicos de Basilea por parte de Paraguay que ha venido mejorando constantemente desde el 2005 (GRÁFICO 10). En 2004, la primera evaluación arrojó un grado de cumplimiento de los principios de Basilea de solo el 17 %, pero en 2010 se logró una gran mejora ascendiendo a un 63 % de cumplimiento. Tras algunos avances obtenidos y mencionados, una autoevaluación realizada por el BCP en el 2015 ha estimado un nivel de cumplimiento cercano al 74 %, y teniendo en cuenta la aún más reciente aprobación de la ley de bancos y la nueva carta orgánica del BCP, se proyecta alcanzar un nivel de cumplimiento cercano al 90 % en el mediano plazo.

Gráfico 10
Grado de cumplimiento de Basilea por Paraguay



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

En lo referente a la región, como es de esperarse, Argentina y Brasil, en calidad de miembros del BCBS, se encuentran por delante del resto de los países en cuanto al grado de cumplimiento de los principios básicos. Actualmente, ambos están ajustando sus sistemas financieros a los requerimientos más actuales del comité, considerando que para 2019, según el cronograma de aplicación, deben cumplir en su totalidad con los estándares de Basilea III. Por otro lado, países como Uruguay, Chile y Bolivia, aunque con diferencias en el diagnóstico particular de cada uno, alcanzaron niveles de cumplimiento general similares a Paraguay.

III La crisis financiera global y Basilea III. Nuevos desafíos de supervisión bancaria

Luego de la crisis financiera global que eclosionó en el 2007, el BCBS llevó adelante un estudio profundo para determinar cuáles fueron las deficiencias en la supervisión bancaria, considerando que ningún órgano supervisor fue capaz de diagnosticar y anticipar lo que finalmente sucedió. Como resultado, se puso de manifiesto la necesidad de una serie de modificaciones estructurales en el marco regulador internacional conocido como Basilea III (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2010), el cual señala:

- “El objetivo de estas reformas es mejorar la capacidad del sector bancario para absorber perturbaciones procedentes de tensiones financieras o económicas de cualquier tipo, reduciendo con ello el riesgo de contagio desde el sector financiero hacia la economía real” (p.1).
- Las reformas “refuerzan la regulación de cada entidad individual (microprudencial) a fin de que pueda aguantar mejor en periodos de tensión,

pero también tienen una orientación macroprudencial, al dirigirse a los riesgos sistémicos que pueden acumularse en todo el sector. Estos enfoques micro y macroprudenciales que se aplican a la supervisión están interrelacionados, ya que la mayor resistencia de un determinado banco reduce el riesgo de alteraciones en todo el sistema” (p.2).

En concreto, los problemas puntuales detectados por el BCBS estuvieron relacionados con el apalancamiento excesivo, la degradación del nivel y calidad de la base de capital y niveles de liquidez insuficientes por parte de algunos bancos. Además, las interconexiones entre instituciones sistémicas y el despalancamiento procíclico agravaron aún más la crisis y provocaron una contracción generalizada de la liquidez y del crédito disponible.

Para combatir estos síntomas recurrentes durante las crisis financieras y amplificadas en la última crisis global, Basilea III recomienda en primer lugar fortalecer el marco de capital global para elevar la resistencia del sector bancario. Las reformas contempladas aumentan tanto la calidad como la cantidad de la base de capital regulador y mejoran la cobertura de riesgo del marco de capital. Para lograr este primer objetivo, Basilea III sugiere:

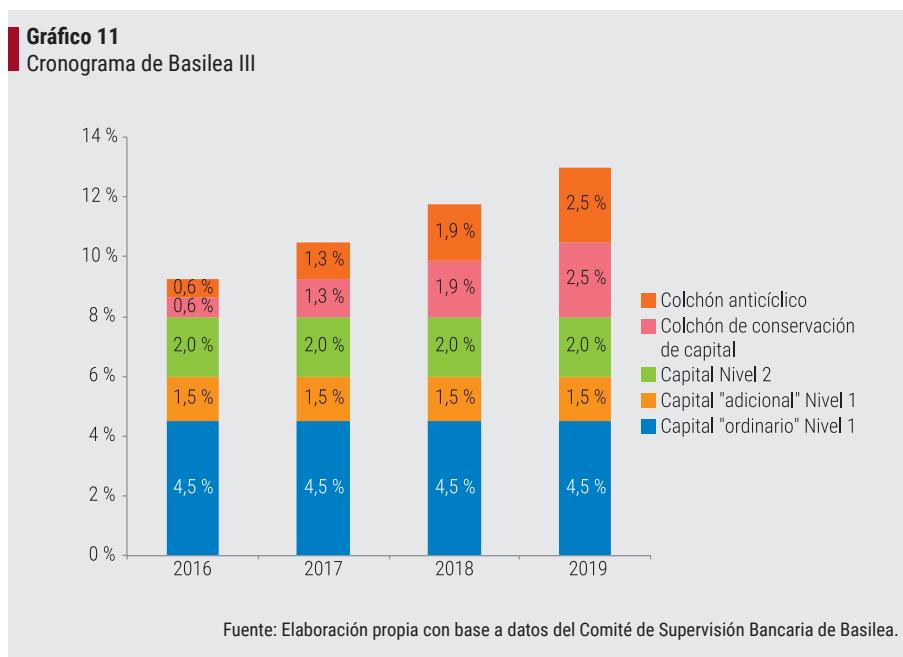
- Introducir el coeficiente de apalancamiento: como una herramienta para controlar el apalancamiento excesivo. “En el cenit de la crisis, el sector bancario se vio obligado por el mercado a reducir su apalancamiento, lo cual presionó aún más a la baja los precios de los activos, exacerbando con ello el círculo vicioso de pérdidas, reducción de capital bancario y contracción del crédito disponible” (p.15).
- Reducir la prociclicidad y promover los colchones anticíclicos: el BCBS detectó que durante la crisis, las perturbaciones financieras se amplificaron aún más debido al comportamiento procíclico del sistema bancario, los mercados financieros y la economía en general.

En este sentido, Basilea III menciona los siguientes mecanismos de protección:

- *Colchón de conservación de capital*: cuyo objetivo es garantizar que los bancos acumulen capital de reserva fuera de periodos de tensión, que puedan utilizar en caso de incurrir en pérdidas. El colchón exigido se basa en normas sencillas de conservación de capital, diseñadas para evitar el incumplimiento de los requerimientos mínimos de capital (p.58).
- *Colchón anticíclico*: las pérdidas del sector bancario pueden ser extremadamente cuantiosas, cuando un periodo de crecimiento excesivo del crédito preceda a una recesión. Dichas pérdidas pueden desestabilizar al sector y crear un círculo vicioso en el que las dificultades del sistema financiero pueden favorecer la desaceleración de la economía real y ésta, a su vez, repercutir en el sector bancario. Estas interrelaciones revelan la especial importancia de que el sector bancario refuerce sus defensas de capital en

periodos en los que los riesgos de tensiones en el conjunto del sistema aumenten notablemente (p.62).

Para la implementación de estas herramientas financieras, el BCBS ha elaborado un cronograma de cumplimiento de Basilea III para sus países miembros (GRÁFICO 11).



Otra recomendación resultante de la crisis financiera global, ha sido la introducción de un nuevo estándar de liquidez internacional. Según Basilea III:

“Antes de la crisis, los mercados de activos bullían de actividad y era fácil obtener financiación a precios bajos. El súbito deterioro de las condiciones del mercado demostró que la liquidez puede evaporarse rápidamente y que la situación de iliquidez puede prolongarse considerablemente. El sistema bancario se vio sometido a graves presiones, por lo que se requirió la intervención de los bancos centrales para respaldar el funcionamiento de los mercados monetarios y, en ocasiones, también de otras instituciones” (p.19). En consecuencia, se ha desarrollado el *coeficiente de cobertura de liquidez* y el *coeficiente de financiación estable neta* como medidas para promover la resistencia de corto y largo plazo al riesgo de liquidez respectivamente (p.7).

Otra medida está relacionada a combatir los problemas de interconexión y efecto contagio. Para esto, en primer lugar, fueron implementadas directrices para la identificación de los bancos globales de importancia sistémica (G-SIB) (Comité

de Supervisión Bancaria de Basilea, 2013) y los bancos domésticos de importancia sistémica (D-SIB) (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2012), para, de esta forma, reducir las *externalidades negativas* de éstos mediante la adopción de medidas macroprudenciales. Por ejemplo, requerimientos adicionales de capital para que sean capaces de absorber mayores pérdidas que las entidades no sistémicas. El objetivo es reducir la probabilidad de quiebra y el alcance de la quiebra de los G-SIB y D-SIB dado su importancia sistémica.

Según el Basilea III: “con esto se busca contener los riesgos sistémicos derivados de la prociclicidad y de la interconexión entre instituciones financieras” (p.2). Mientras la prociclicidad amplificó las perturbaciones a lo largo del tiempo, el exceso de interconexiones entre bancos de importancia sistémica las propagó por todo el sistema financiero y la economía” (p.8).

II Paraguay y la región en el marco de Basilea III. Reformas recientes y desafíos pendientes

En cierta medida, algunas de las características detectadas por el Comité de Basilea durante la crisis financiera global también estuvieron presentes en los periodos de las crisis 1995-2003 de Paraguay, como la cantidad y calidad de capital, la insuficiencia de liquidez y el otorgamiento de créditos interconectados. En el caso puntual de la crisis del 2002, el detonante fue el efecto contagio por la interconexión entre entidades financieras, concretamente del grupo financiero del exterior Velox. Esta interconexión, al igual que los demás factores descriptos, también fue parte de las características de las crisis de Argentina y Uruguay.

Seguidamente, se realiza una comparación entre algunos países seleccionados de la región con respecto a los requerimientos de Basilea III, teniendo en cuenta los datos de los últimos informes hechos por el Banco de Pagos Internacionales: el *FSI Survey* del Instituto de Estabilidad Financiera (FSI) para los no miembros de BCBS; y el *Twelfth progress report on adoption of the Basel regulatory framework* del BCBS para Argentina y Brasil (TABLA 4).

Argentina y Brasil, en línea con el cronograma de cumplimiento establecido para los miembros del BSBC, se encuentran cumpliendo prácticamente con todos los requerimientos de Basilea III. El resto de los países de la región está en un periodo de modificaciones tanto del marco jurídico como del modelo de supervisión, apuntando a cumplir con los estándares internacionales de Basilea en el mediano plazo.

Tabla 4
Comparativo regional de Basilea III

Basilea III	Borrador en elaboración	Borrador terminado	Ley publicada	Ley aplicada	No aplicable
Standard de liquidez	Ec	Ch, Uy	Ar, Pe, Py	Br, Co	Bo
Definición de capital	Ch, Ec, Pe		Bo	Co, Py	Uy
Cobertura de riesgo	Ch, Ec		Py		Bo, Co, Pe, Uy
Colchón de conservación de capital	Ch, Ec, Pe, Uy		Py	Br	Bo, Co
Colchón anticíclico	Uy		Pe, Py	Ar, Br	Ch, Co
Coefficiente de apalancamiento	Ch, Ec		Py	Ar, Br, Uy	Bo, Co, Pe
D-SIB	Ch, Ec		Pe, Py	Ar, Br, Uy	Bo, Co
G-SIB	Ec			Br	Ar, Bo, Ch, Co, Pe, Py, Uy

Nota: Ar: Argentina; Bo: Bolivia; Br: Brasil; Ch: Chile; Co: Colombia; Ec: Ecuador; Pe: Perú; Py: Paraguay; y Uy: Uruguay.

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2017) y el Instituto de Estabilidad Financiera (2015).

En este contexto, Paraguay se encuentra bien posicionado con respecto a los demás países de la región, principalmente en virtud de la reciente aprobación de la Ley 5.787/2016.

En particular, dicha ley:

- ha mejorado la definición de capital, dividiéndola en nivel I y nivel II, como medida para mejorar la calidad, consistencia y transparencia de la base de capital. Esta nueva definición de capital también facilitaría la implementación del coeficiente de apalancamiento;
- faculta al BCP a establecer capital por riesgos, lo cual posibilitaría el cumplimiento de los requerimientos mínimos de capital para los riesgos de crédito, de mercado y operativo;
- facilitaría la aplicación del colchón de conservación de capital y del colchón anticíclico;
- incluye la definición de las entidades de importancia sistémica, que según el BCBS podrían ser D-SIB o G-SIB y estarían sujetas a requerimientos adicionales de capital debido al potencial riesgo de contagio que poseen.

Como consecuencia de que gran parte de las nuevas recomendaciones de Basilea III se encuentran internalizadas en la nueva ley el avance de Paraguay hacia los nuevos desafíos propuestos por el BCBS es más factible que antes. De hecho, el BCP, como ente supervisor, actualmente se encuentra trabajando en una mi-

sión conjunta con el FMI en la implementación de un cronograma de trabajo de dos años de duración para ajustarse a estos nuevos delineamientos del comité de supervisión bancaria de Basilea (TABLA 5). Por ejemplo, para hacer frente a potenciales niveles de liquidez insuficientes de corto plazo, la misión se encuentra desarrollando los coeficientes de cobertura de liquidez recomendados en el Basilea III para lo cual se han solicitado datos a las IFI.

Tabla 5
Cronograma de trabajo de Paraguay

Basilea III	Links Basilea	Última actualización
Definición de capital	http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf	Diciembre de 2016
Colchón de conservación de capital	http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf	En proceso, por la misión BCP y FMI con horizonte temporal de 2 años.
Colchón de capital contracíclico	http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf	En proceso, por la misión BCP y FMI con horizonte temporal de 2 años.
Coefficiente de apalancamiento	http://www.bis.org/publ/bcbs270.pdf	En proceso, por la misión BCP y FMI con horizonte temporal de 2 años.
Coefficiente de cobertura de liquidez	http://www.bis.org/publ/bcbs238.pdf	En proceso. Se está solicitando datos a las IFIs.

Fuente: Superintendencia de Bancos.

De esta forma, los desafíos pendientes para la región son los relacionados con la mejora de la preparación del sistema bancario para hacer frente a las tensiones financiero-económicas y la reducción de los riesgos de contagio domésticos y globales. Al respecto, Paraguay ya se encuentra en proceso de desarrollo de las herramientas necesarias. Asimismo, se está trabajando en el fortalecimiento de las normas sobre el proceso de examen supervisor (Pilar II) y de disciplina de mercado (Pilar III).

Consideraciones finales

En América Latina, la amplia evidencia de crisis financieras ha dejado lecciones importantes. Las crisis gestadas principalmente en la década de los 90 tuvieron su raíz en el proceso de liberalización encarado por los países de la región entre finales de los 80 e inicios de la década siguiente, que no estuvo acompañado ade-

cuadramente por el fortalecimiento regulatorio y de la capacidad de supervisión. Muchos países atravesaron profundos desequilibrios macroeconómicos, que al momento de su corrección abrupta impactaron sobre el sistema financiero local y, en algunos casos, también terminaron contagiando a otros países.

A raíz de estos episodios y dada la evidencia de los altos costos económicos y sociales de una crisis, los países avanzaron en el perfeccionamiento de sus marcos regulatorios y de supervisión, para adaptarlos a las mejores prácticas internacionales.

En Paraguay, se destaca la aprobación reciente de una nueva ley de bancos, que permite al órgano regulador dictar las normativas necesarias para seguir fortaleciendo el sistema financiero. El grado de cumplimiento de los principios básicos de Basilea por parte de Paraguay ha venido mejorando constantemente desde el 2005, cuando, según las evaluaciones, era de tan solo del 17 %, que posteriormente se incrementó al 63 % en 2010, y se proyecta alcanzar un cumplimiento de alrededor de 90 % en el mediano plazo, teniendo en cuenta las mejoras recientes en el marco legal. De esta manera, la perspectiva general del sistema financiero de Paraguay para los años venideros es alentadora.

Asimismo, varios países de la región han mejorado sus marcos de políticas macroeconómicas, evitando el desarrollo de desequilibrios pronunciados que puedan poner en riesgo al sistema financiero. De hecho, en la última crisis internacional, la región pudo sortear satisfactoriamente los efectos negativos tanto sobre las economías como así también sobre sus sistemas financieros.

Algunas crisis financieras recientes, como la de Argentina (2001-2002), con sus efectos colaterales sobre Uruguay y Paraguay, y, más aun, la crisis financiera internacional del 2008 ha puesto de relieve la importancia de las interconexiones entre los sistemas financieros transfronterizos.

En un mundo cada vez más integrado e interconectado, el riesgo de contagio es cada vez más relevante, y la respuesta individual ha demostrado ser insuficiente ante escenarios de tensión financiera derivada de instituciones con ramificaciones en otros países.

La globalización ha crecido vertiginosamente en las últimas décadas y tiende a seguir profundizándose en los próximos años, lo cual plantea la imperiosa necesidad de *institucionalizar* los espacios de cooperación y coordinación a nivel regional entre los responsables de la regulación y supervisión financiera.

En primer lugar, sería apropiado avanzar hacia el establecimiento de mecanismos coordinados de control preventivo de entidades internacionales consideradas sistémicas para el sistema financiero de la región. En segundo lugar, aunque no menos importante, se debiera trabajar en el desarrollo de un esquema integrado de resolución bancaria, en particular de aquellas instituciones financieras que están interrelacionadas directa o indirectamente con entidades localizadas en otros países.

Por último, y considerando que la estabilidad económica y, en particular, del sistema financiero, por las externalidades que generan, son bienes públicos regionales, sería interesante explorar los espacios regionales de integración, tales como el MERCOSUR, la CAN, ALADI, como ámbitos para definir esquemas de cooperación y coordinación entre los países que lo integran, que abarque temas de supervisión y regulación financiera, esquemas macro y microprudenciales con alcance regional. De esta manera, y considerando los efectos disparadores de los desequilibrios macroeconómicos en el origen de las crisis financieras, se considera importante continuar los trabajos de coordinación macroeconómica, retomando la agenda de Las Leñas en el MERCOSUR, para aprovechar la actual coyuntura de buenas políticas macroeconómicas en la región, y la convergencia hacia esquemas cambiatorios que facilitan dicho espacio de coordinación.

En resumen, el fortalecimiento continuo del marco regulatorio y de supervisión para adaptarlos a la nueva dinámica del sistema financiero como así también la mejora en el manejo de las políticas macroeconómicas seguirán siendo pilares fundamentales para minimizar los riesgos de nuevos episodios de crisis financieras en la región o, al menos, en el caso de que surjan, estar mejor preparados para afrontar los efectos negativos. Al mismo tiempo, la formalización de espacios de coordinación a nivel regional contribuirá a identificar anticipadamente las potenciales amenazas de contagio entre países y a estar mejor preparados para enfrentar eventuales episodios de crisis ligadas a instituciones consideradas de carácter sistémico para la región.

Referencias bibliográficas

- Abiad, A., Detragiache, E., & Tressel, T. (2008). *A New Database of Financial Reforms*. International Monetary Fund Working Papers N° 08/266.
- Basel Committee on Banking Supervision. (2017). *Twelfth progress report on adoption of the Basel regulatory framework*. Bank for International Settlements. Obtenido de: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d404.pdf>
- Bustelo, P. (2001). “Los orígenes de la crisis financiera de Argentina: una comparación con las crisis asiáticas”. *Boletín Económico de Información Comercial Española* N.º 2715.
- Carstens, A., Hardy, D., & Pazarbasioglu, C. (2004). *Banking crises in Latin America and the political economy of financial sector policy*. International Monetary Fund. IDB-IIC Annual Meetings.
- Cashin, P., & Duttagupta, R. (2008). *The Anatomy of Banking Crises*. International Monetary Fund Working Paper No. 08/93.
- Cepalstat. Comisión Económica para América Latina y el Caribe. *Bases de Datos y Publicaciones Estadísticas*. Obtenido de http://estadisticas.cepal.org/cepalstat/web_cepalstat/Basesdatos.asp
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. (2006a). *Principios Básicos para una supervisión bancaria eficaz*. Banco de Pagos Internacionales. Obtenido de: <https://www.bis.org/publ/bcbs129esp.pdf>
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. (2006b). *Metodología de los Principios Básicos. Banco de Pagos Internacionales*. Obtenido de: <https://www.bis.org/publ/bcbs130.pdf>
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. (2010). *Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios. Banco de Pagos Internacionales*. Obtenido de: https://www.bis.org/publ/bcbs189_es.pdf
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. (2012). *Marco aplicable a bancos de importancia sistémica local*. Banco de Pagos Internacionales. Obtenido de: https://www.bis.org/publ/bcbs233_es.pdf
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. (2013). *Bancos de importancia sistémica mundial: metodología de evaluación actualizada y mayor requerimiento de absorción de pérdidas*. Banco de Pagos Internacionales. Obtenido de: https://www.bis.org/publ/bcbs255_es.pdf
- Dirección Nacional Centro de Economía Internacional, DNCEI. Estadísticas de Tipo de Cambio Real. Obtenido de [http://www.cei.gob.ar/es/estad % C3 % ADstic0](http://www.cei.gob.ar/es/estad%20C3%20ADstic0)
- Demirgüç-Kunt, A., Detragiache, E., & Tressel, T. (2006). *Banking on the Principles: Compliance with Basel Core Principles and Bank Soundness*. World Bank Policy Research Working Paper N° 3954.
- Financial Stability Institute (2015). *FSI Survey: Basel II, 2.5 and III Implementation*. Bank for International Settlements. Obtenido de: <https://www.bis.org/fsi/fsiop2015.pdf>
- Insfrán Pelozo, J. (2000). El Sector Financiero Paraguayo: Evaluando años de transición (liberalización y crisis). Documentos de Investigación del Banco central del Paraguay.
- International Monetary Fund, FMI. (October 2017 Edition). *World Economic Outlook (WEO) Database*. Obtenido de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/02/weodata/index.aspx>
- Kaminsky, G., & Reinhart, C. (1999). The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems. *The American Economic Review*. Vol. 89. N.º 3.
- Livacic, E., & Sáez, S. (2000). La supervisión bancaria en América Latina en los noventa. *Serie Temas de Coyuntura*. N.º10. Comisión Económica para América Latina y el Caribe.

- López, B., & Mongelos, J. (1998). *Crisis del sistema financiero en Paraguay. III Reunión de Asesores Legales de Banca Central*. Ciudad de México, México: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, A.C.
- Mlachila, M. (2010). *Crisis financieras recurrentes: causas, costos y consecuencias. Paraguay haciendo frente a la trampa del estancamiento y la inestabilidad*. FMI-Sudameris Bank.
- Reinhart, C., & Rogoff, K. (2009). *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Sámano P, D. (2011). *In the Quest of Macroprudential Policy Tools. Bank for International Settlements*. Banco de México.

El sistema financiero del Paraguay y las perspectivas regionales

Hamid Faruquee, Geoffrey Keim y
Marie Kim

Los autores expresan su agradecimiento a Jaime Sarmiento y Ehab Tawfik por su invaluable asistencia en la investigación para elaborar el presente capítulo, así como a los colegas del FMI y del Banco Central de Paraguay por sus útiles comentarios.

Estructura del sistema financiero

Perspectivas

El sistema financiero de Paraguay está evolucionando y expandiéndose. Al igual que en otros sectores de la región, el contexto financiero de Paraguay está dominado por sus bancos comerciales, tanto locales como de propiedad extranjera. El crédito otorgado por estas instituciones tuvo un auge notable en los últimos años. Aunque los mercados de capital no están completamente desarrollados, otros segmentos del sistema financiero cambiaron y crecieron rápidamente. En particular, las fuentes de financiamiento no bancarias –lideradas por cooperativas y casas de crédito– han tenido un rol más amplio en la economía en los últimos tiempos.¹ La inclusión financiera sigue siendo limitada, pero el acceso a los servicios financieros debería ampliarse en los próximos años, a medida que el sistema siga desarrollándose. Considerando su grado de desarrollo económico, Paraguay puede esperar que el avance y la profundización del mercado financiero continúen durante los años venideros, junto con un proceso de mejora de la calidad de vida y una mayor convergencia en los ingresos per cápita. Se han establecido los cimientos de un sistema financiero estable y se está afianzando la supervisión. Sobre esa base, las aspiraciones nacionales incluyen profundizar la modernización del sistema financiero para respaldar un círculo virtuoso de crecimiento económico fuerte, acompañado de estabilidad macroeconómica y financiera ininterrumpida.

En este contexto, el presente capítulo brinda algunas perspectivas regionales sobre el sistema, la evolución y las tendencias del mercado financiero de Paraguay. Un punto de vista comparativo ayuda a identificar algunos rasgos sobresalientes del sistema financiero nacional, así como los desafíos y riesgos particulares que enfrentan sus instituciones y el sistema en general, y también las implicancias de las políticas y la fiscalización de los sectores monetario y financiero en Paraguay. En particular, el capítulo traza conexiones entre la economía real y el suministro de crédito, la inclusión financiera, la supervisión y la transmisión monetaria, y analiza cómo afianzar la estabilidad macroeconómica y financiera, mejorando a la vez el desempeño del sector financiero, a través de estos canales. Algunos puntos importantes se detallan a continuación.

1 El panorama financiero de Paraguay está dominado por diecisiete bancos comerciales (diez nacionales y siete extranjeros) que representan aproximadamente 83 % del total de activos financieros y 70 % del PIB. El sistema financiero también incluye una combinación diversa de instituciones financieras no bancarias, que comprenden la actividad de financieras, cooperativas de ahorro y crédito, aseguradoras, fondos de pensión, casas de cambio y almacenes generales de depósito bajo control que, en conjunto, abarcan el 17 % restante de los activos financieros.

Estructura financiera y vulnerabilidades

El sistema bancario de Paraguay está concentrado y relativamente bien capitalizado en comparación con sus pares regionales. Esto permite que los bancos resistan choques a la rentabilidad; sin embargo, a través del crédito, dichos bancos también enfrentan una mayor exposición a los sectores de la economía que dependen del comercio y a los sectores de recursos naturales. Este rasgo aumenta la vulnerabilidad de los bancos paraguayos ante choques externos, como los ciclos de auge y caída de las materias primas, según se observó en las fluctuaciones relativamente pronunciadas del ciclo crediticio de los últimos años. Por lo tanto, puede resultar difícil hacer una distinción, en tiempo real, entre las tendencias fundamentales de crédito (por ejemplo, la profundización financiera) y los vaivenes temporales y excesivos (por ejemplo, los auges crediticios). La dinámica interna (por ejemplo, la cadena de interacciones macrofinancieras) puede magnificar aún más estas fluctuaciones.

Dolarización financiera

Otro rasgo determinante del sistema bancario de Paraguay es su cuantiosa cuota de depósitos y préstamos denominados en dólares estadounidenses –es decir, la dolarización de los créditos– en comparación con otros sistemas bancarios. El rol del sector agrícola como prestatario de dólares estadounidenses, que recibe ingresos en esa moneda, explica en gran parte este aspecto, pero también permite la posibilidad de riesgos (no cubiertos) en el sistema financiero. Potencialmente, estos riesgos pueden materializarse a través de fluctuaciones pronunciadas en el tipo de cambio. La dolarización también limita la transmisión de la política monetaria con el fin de ajustar las significativas fluctuaciones de crédito y, por lo tanto, puede impactar la capacidad del banco central de controlar la inflación.

Sistema financiero dinámico

Finalmente, el panorama financiero cambiante de Paraguay puede llegar a presentar dificultades. El crédito bancario se desaceleró bruscamente en los últimos años, junto con una disminución de los precios de las materias primas, y al mismo tiempo, también hubo cierto nivel de migración del crédito hacia segmentos menos regulados del sistema, es decir, no bancarios. Esto puede contribuir a la inclusión financiera, pero puede plantear desafíos a la supervisión financiera y la coordinación de políticas, a partir de los roles e interconexiones cambiantes entre los diferentes segmentos del sistema financiero.

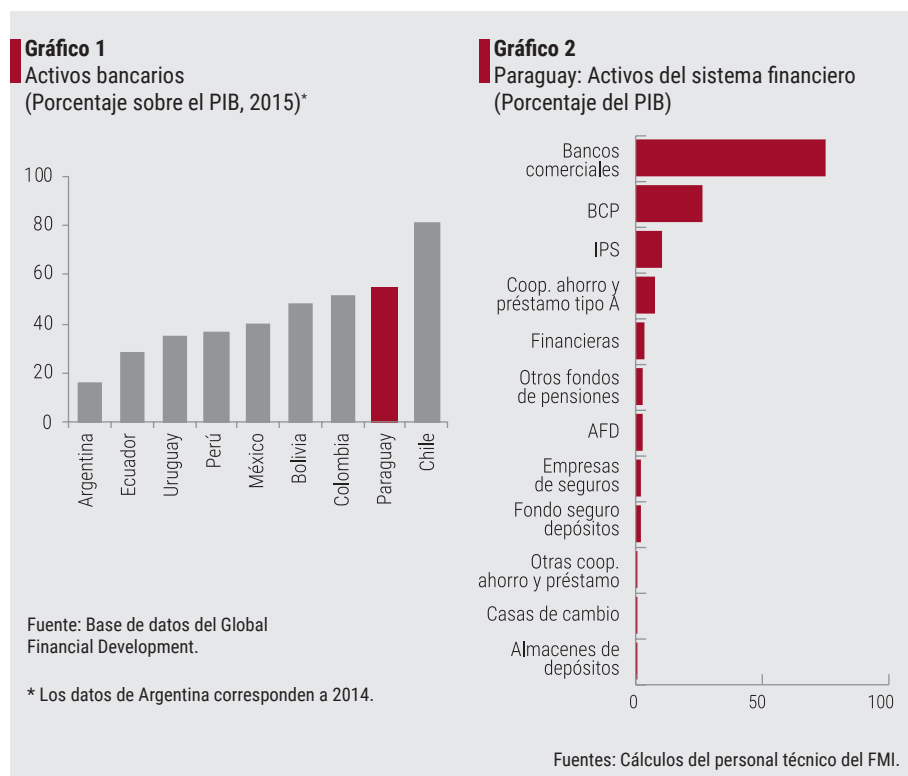
En este escenario, un *desafío estratégico* para las políticas del sector financiero presenta dos dimensiones distintas: en primer lugar, i) promover un proceso de profundización e inclusión financiera a medida que se desarrolle la economía de Paraguay; y, de manera simultánea, ii) salvaguardar la estabilidad y gestionar los riesgos financieros a medida que el sistema evolucione y crezca.

Se necesitarán iniciativas políticas para desarrollar mercados de capital incipientes y fomentar la inclusión financiera, fortaleciendo las instituciones, los marcos legales y la divulgación de información, así como la reforma complementaria de las pensiones.

Al mismo tiempo, salvaguardar la estabilidad financiera exigirá la gestión eficaz de riesgos y vulnerabilidades específicas del país (especialmente, de los choques externos) a medida que el sistema financiero de Paraguay experimente estos cambios estructurales de más largo plazo. Esto exigirá avanzar más en la modernización del marco para la regulación financiera y la supervisión basada en riesgo. Desarrollar el conjunto de instrumentos macroprudenciales y mejorar la eficacia de la política monetaria, incluso reduciendo gradualmente la dolarización mediante métodos basados en el mercado, complementarían esos esfuerzos.

Los bancos y el sistema financiero

El corazón del sistema financiero de Paraguay son sus bancos comerciales. En términos comparativos, el sistema financiero de Paraguay tiende a estar entre los más dependientes de los bancos de la región (GRÁFICO 1).

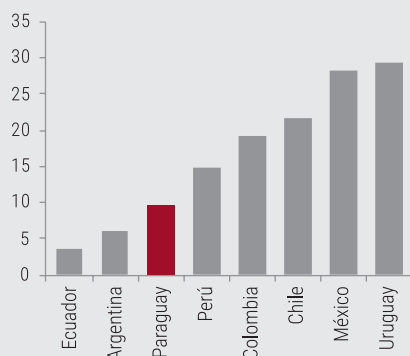


Los bancos son los actores financieros más importantes, pues representan más de tres cuartas partes de todos los activos financieros de la economía (GRÁFICO 2). De esta porción, dos tercios de los activos bancarios están concentrados en las cuatro instituciones más importantes, dos nacionales y dos de propiedad extranjera. Al igual que sus pares regionales, la concentración bancaria también es elevada.

El resto de los activos financieros de Paraguay se dividen fundamentalmente entre el Instituto de Previsión Social (IPS), que es el fondo de pensiones más importante del país, y las cooperativas –tanto de ahorro y préstamos como de producción–, seguidos por entidades más pequeñas como casas de crédito, otros fondos de pensión y aseguradoras.²

Los mercados de capitales están mucho menos desarrollados en Paraguay. La capitalización bursátil y los activos de deuda, como parte de la economía, son relativamente pequeños en comparación con otros sistemas financieros de la región (GRÁFICOS 3 Y 4).

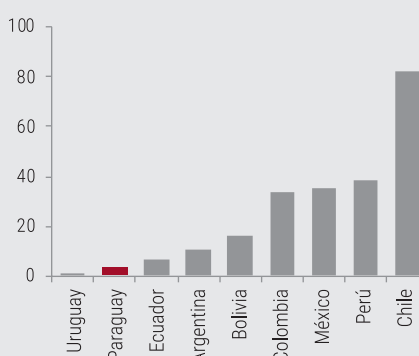
Gráfico 3
Pasivos brutos de deuda, inversión de cartera
(Porcentaje del PIB, 2015)*



Fuente: Base de datos del Global Financial Development.

* Nota: Los pasivos de deuda abarcan (1) bonos, debentures, notas, etc., y (2) instrumentos de deuda negociables o del mercado de dinero.

Gráfico 4
Capitalización bursátil
(Porcentaje sobre PIB, 2015)*



Fuente: Base de datos del Global Financial Development.

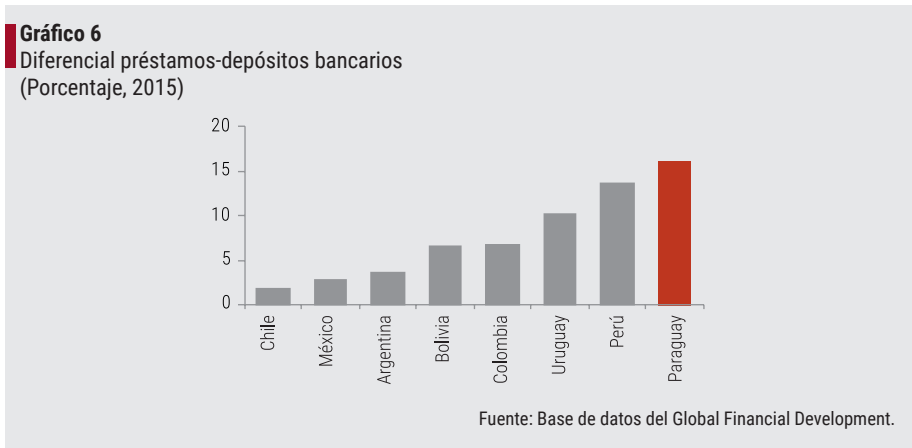
* Nota: 2012 en el caso de Uruguay, Paraguay, Ecuador, Bolivia y Panamá. 2014 en el caso de Argentina y Perú.

2 Los fondos estimados bajo la administración de organismos de pensiones, que operan como un sistema de financiamiento mediante el sistema de reparto, se aproximan a los USD 5.000 millones. Existen ocho organismos de pensiones, de los cuales la Caja Fiscal (CF) y el Instituto de Previsión Social (IPS) son los dos más importantes. Los seis restantes son instituciones de pensiones que cuentan con afiliados para ciertos sectores específicos. El IPS tiene afiliados del sector privado, mientras que la CF tiene afiliados para el sector gubernamental, que incluye las fuerzas armadas. Todas las instituciones pertenecen al Estado.

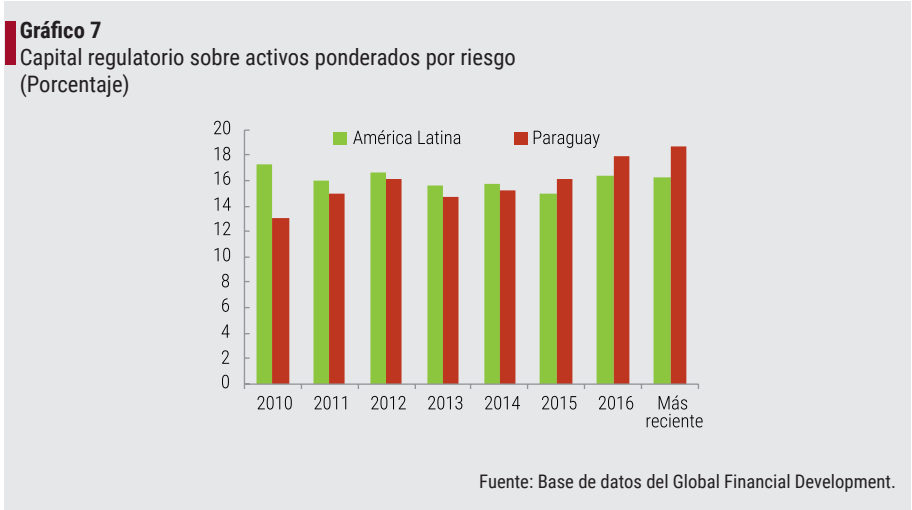
En América Latina, a grandes rasgos, los impedimentos para que los mercados de valores alcancen mayor profundidad incluyen el entorno macroeconómico y los factores institucionales subyacentes, como la necesidad de contar con marcos legales más eficientes, derechos más seguros para los inversionistas y una mayor divulgación de la información, así como un gobierno corporativo y una reforma de pensiones más eficaces (Laeven, 2014). Algunas de estas cuestiones son muy pertinentes también para Paraguay, particularmente en los aspectos institucional y estructural (GRÁFICO 5).



En términos de actividad bancaria, los bancos se financian esencialmente a través de depósitos y ofrecen, sobre todo, préstamos de corto a mediano plazo (generalmente con un plazo de vencimiento de un año o menos) en moneda nacional y extranjera. Aproximadamente dos tercios de los préstamos bancarios se destinan a los sectores agrícola, industrial, comercial y energético, el primero de los cuales recibe la parte más significativa. El estrecho vínculo con estos sectores aumenta las exposiciones bancarias a los choques externos, especialmente en relación con el clima y los precios de las materias primas. Los riesgos financieros pueden comprenderse mejor observando los vínculos macrofinancieros que pueden ampliar el ciclo de crédito, tema que se tratará más adelante en este capítulo. Por último, los márgenes de préstamo de los bancos paraguayos son elevados en comparación con los de los países vecinos, en parte como consecuencia de los riesgos financieros que afrontan, pero eso también contribuye al escaso acceso financiero (GRÁFICO 6).



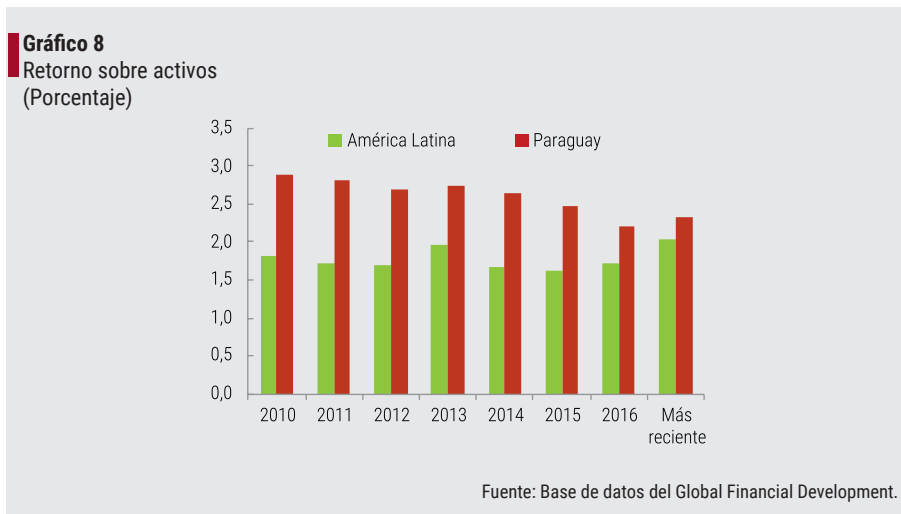
Desde una perspectiva regional, los bancos paraguayos son saludables. Basándose en un resumen de los indicadores de solidez financiera, estos se comparan favorablemente con sus pares regionales en América Latina. Específicamente, las reservas de capital de los bancos paraguayos se encuentran en niveles comparables o superiores en promedio y han aumentado desde 2010 (GRÁFICO 7).³



El retorno sobre los activos se mantiene elevado, lo que refleja el notable grado de concentración bancaria y los altos márgenes de financiamiento que impulsa la

3 Aunque el sistema bancario parece estar bien capitalizado con coeficientes de capital regulatorio de nivel 1 sobre activos ponderados por riesgo de aproximadamente 14 % en 2017, ha habido un descenso constante de la rentabilidad bancaria en los últimos años.

rentabilidad de este sector. Mientras tanto, los préstamos en mora se mantienen bajos (menos del 4 % del total de préstamos), aunque hayan aumentado en relación con sus pares y se mantengan en niveles elevados desde 2014 (GRÁFICO 8).



Más allá de estos indicadores de solidez bancaria, la distribución de los indicadores de salud bancaria entre los distintos bancos de Paraguay se compara favorablemente con las economías AL5 de los últimos años (GRÁFICOS 9 Y 10). Por ejemplo, en 2015, los bancos paraguayos (barras grises) tendieron a estar en el extremo superior de la distribución de puntajes generales en términos de solidez financiera.

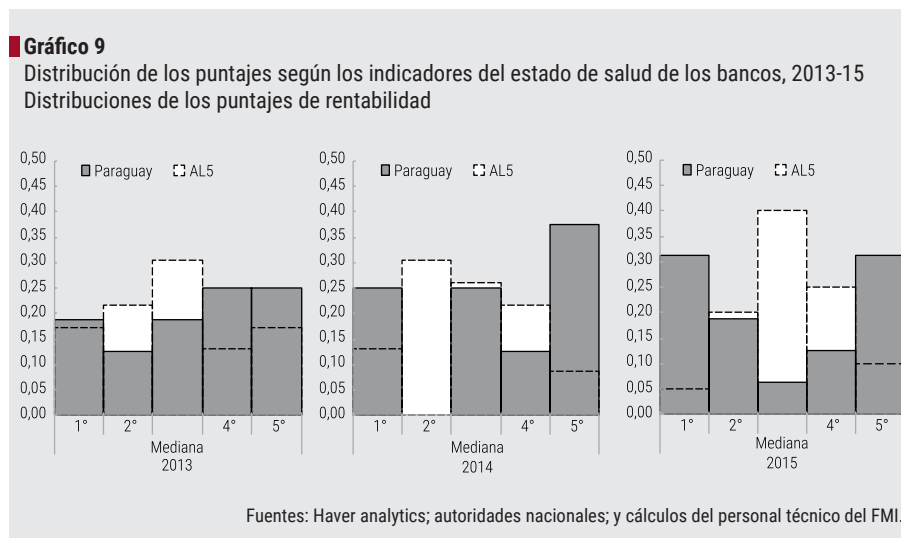
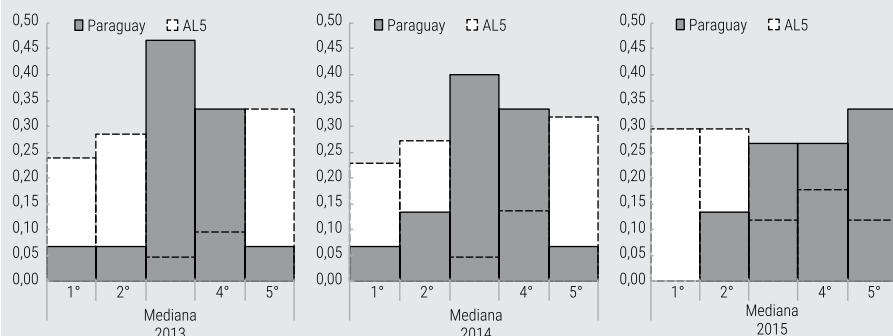


Gráfico 10

Distribución de los puntajes según los indicadores del estado de salud de los bancos, 2013-15
Distribuciones de los puntajes globales



Fuentes: Haver analytics; autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

II Inclusión financiera

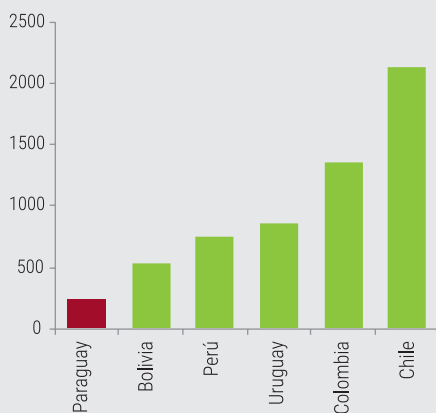
Una última característica que debe considerarse sobre el sistema financiero de Paraguay se centra en la inclusión financiera, que aún es limitada. Por lo tanto, ampliar el acceso a los servicios financieros sigue siendo un desafío importante para el desarrollo financiero, a la vez que se controlan los riesgos crediticios y se protege a los consumidores del otorgamiento imprudente de crédito. Concretamente, y a pesar de la profundización financiera y los avances del sistema bancario, una gran parte de la población aún tiene un acceso limitado a los servicios financieros. Desde una perspectiva regional, las medidas de inclusión financiera –como las cuentas corrientes pertenecientes a la población– indican un nivel muy bajo de acceso en Paraguay en comparación con otros. Las entidades nacionales también consideran que las restricciones de acceso al financiamiento son importantes, lo que puede desalentar las actividades empresariales y los nuevos emprendimientos comerciales (GRÁFICOS 11 Y 12).

En general, la América Latina de por sí sigue de cerca a otros mercados emergentes con respecto a la inclusión financiera de hogares. Existen distintos factores que explican esta reflexión, entre ellos los hogares de ingresos más bajos. Otras limitaciones claves en la región incluyen los que plantean los sistemas legales engorrosos, la falta de información crediticia confiable y la calidad de la infraestructura, en particular en zonas rurales (Dabla-Norris, y otros, 2015).⁴

⁴ Las estimaciones indican que 47 % de los hogares de América Latina y el Caribe poseen una cuenta en una entidad financiera formal, en comparación con 60 % de las economías emergentes de Asia. Las asimetrías de información (por ejemplo, falta de información crediticia confiable), los problemas legales (por ejemplo, obtención de garantías) y la infraestructura deficiente entre áreas urbanas y rurales a menudo se mencionan como factores de la menor inclusión financiera en América Latina. La dependencia de la financiación no tradicional, e incluso informal, también sigue siendo elevada.

Gráfico 11

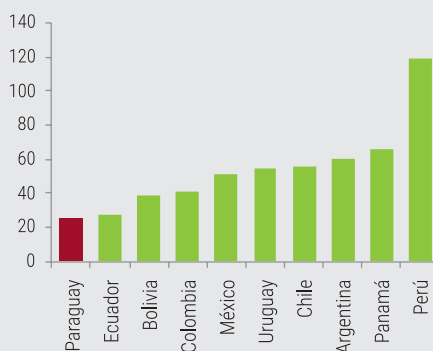
Cuentas bancarias por cada 1.000 adultos



Fuente: Base de datos del Global Financial Development.

Gráfico 12

Cajeros automáticos por cada 100.000 adultos (Porcentaje del PIB, 2015)



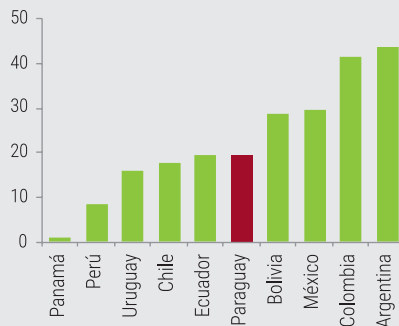
Fuente: Base de datos del Global Financial Development.

Muchas de las mismas barreras al acceso a un financiamiento más amplio son importantes para Paraguay. Los elementos de una intermediación limitada o menos eficiente incluyen tasas de crédito bancario elevadas y restricciones sobre las tarjetas de crédito (por ejemplo, derivadas de legislación reciente),⁵ además de asimetrías de información, como la falta de un organismo unificado de verificación de antecedentes de crédito, entre otros factores. Se considera que Paraguay, por ejemplo, tiene altos costos de monitoreo en el área de crédito, y reducirlos podría mejorar significativamente la profundización financiera y el crecimiento del PIB (Dabla-Norris, y otros, 2015). Además, el acceso físico a las entidades financieras (por ejemplo, falta de infraestructura) puede ser una restricción importante para una mayor inclusión. En general, una medida compuesta de desarrollo financiero –orientada hacia los bancos y los mercados de valores en términos de profundidad, acceso y eficiencia– indica un menor desarrollo de Paraguay que de sus pares regionales, aunque ha aumentado desde 2000 (Heng, Ivanova, Mariscal, Ramakrishnan, & Cheng Wong, 2015) (GRÁFICO 13).

5 Una ley sobre tarjetas de crédito que entró en vigor en 2015 fijó topes a las tasas de interés y llevó a los bancos a recortar drásticamente el crédito concedido por ese medio, especialmente en el caso de los prestatarios de ingreso mediano y más bajo. De acuerdo con las estimaciones, más de 120.000 clientes que no pudieron obtener crédito del sector bancario recurrieron a otras alternativas. Sin embargo, la ley sobre tarjetas de crédito quizás haya sido una herramienta eficaz para controlar los riesgos crediticios y desalentar el otorgamiento imprudente de crédito, en vista de las asimetrías de información.

Gráfico 13

Empresas que indican el acceso al financiamiento como una gran restricción
(Porcentaje del total, 2010)

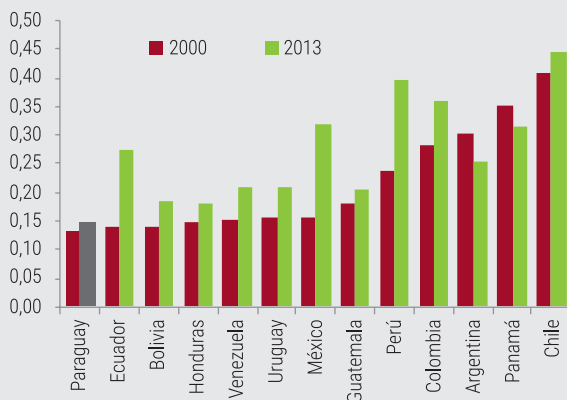


Fuente: Enterprise Survey - Banco Mundial.

Vulnerabilidades

Como sucede con cualquier sistema financiero, siempre se presentan riesgos y vulnerabilidades que deben controlarse de cerca para garantizar que se mantenga estable, saludable y enérgico. Como está demostrado, un sistema financiero que funciona correctamente es importante para el crecimiento y el desarrollo de la economía (Levine, 2005). Esta sección se enfoca en los riesgos y vulnerabilidades claves que enfrenta el sistema financiero de Paraguay observados, una vez más, a través de la lente de las comparaciones regionales. Dado que los bancos son los actores más importantes del sistema, varias de esas vulnerabilidades claves se centran en ellos, incluso mediante los canales usuales de riesgo de crédito, liquidez y mercado. Debido a la estructura y la naturaleza evolutiva del sistema financiero de Paraguay –que incluye la amplia dolarización y el rol creciente de las entidades no bancarias, así como los vínculos macrofinancieros con otros sectores volátiles de la economía–, también existen algunos desafíos sin precedentes para la supervisión y las políticas del sector financiero (GRÁFICO 14).

Gráfico 14
Desarrollo financiero
(Índice compuesto)



Fuentes: Autoridades nacionales; Base de datos Global Financial Development; y cálculos del personal técnico del FMI.

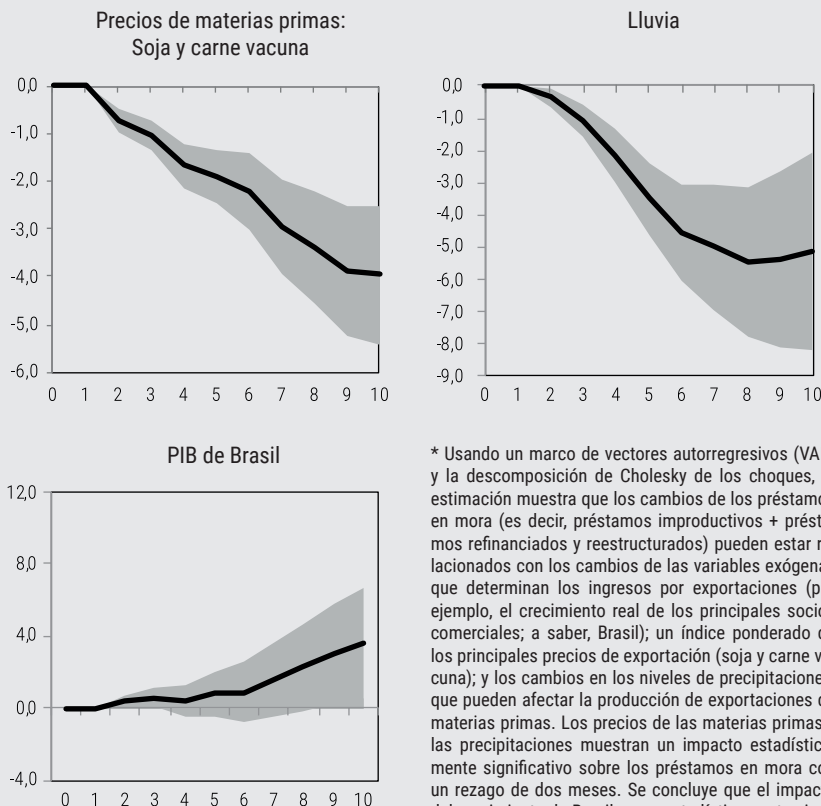
II Ciclos y riesgos crediticios

Como los préstamos bancarios son el principal activo financiero, el riesgo crediticio es la principal vulnerabilidad financiera en Paraguay. Como ya se analizó, las carteras de crédito bancarias están considerablemente expuestas a los sectores agrícola y ganadero, donde la capacidad de reembolso de los prestatarios se ve notablemente afectada por choques externos y, a menudo, difíciles de predecir, que incluyen fluctuaciones en los precios internacionales de las materias primas, aparición de enfermedades que afectan a los cultivos y al ganado, fluctuaciones de la demanda externa, y cambios climáticos. Por lo tanto, las alteraciones de las condiciones externas claves pueden afectar la rentabilidad y los balances de los bancos nacionales a través de la posible materialización de riesgos crediticios. En la práctica, los bancos gestionan estos riesgos al exigir garantías significativas.

El análisis de series de tiempo de las variaciones en la calidad crediticia, por ejemplo, brinda datos empíricos para observar estos riesgos externos. Concretamente, los préstamos deteriorados de los bancos de Paraguay tienden a reaccionar notoriamente frente a la modificación de los precios de las materias primas clave (por ejemplo, de la soja y de la carne vacuna), así como ante los cambios climáticos (por ejemplo, precipitaciones), aunque en menor medida cuando se trata de cambios en el crecimiento de socios comerciales (a saber, el PIB de Brasil), como puede observarse en el GRÁFICO 15. Las descomposiciones de la varianza llevan a pensar que las variaciones de los precios de las materias primas y de las condiciones meteorológicas explican alrededor de 65 por ciento del aumento de los préstamos deteriorados durante los seis primeros meses.

Gráfico 15

Paraguay: Funciones de impulso respuesta acumuladas de préstamos deteriorados ante choque de una desviación estándar*



* Usando un marco de vectores autorregresivos (VAR) y la descomposición de Cholesky de los choques, la estimación muestra que los cambios de los préstamos en mora (es decir, préstamos improductivos + préstamos refinanciados y reestructurados) pueden estar relacionados con los cambios de las variables exógenas que determinan los ingresos por exportaciones (por ejemplo, el crecimiento real de los principales socios comerciales; a saber, Brasil); un índice ponderado de los principales precios de exportación (soja y carne vacuna); y los cambios en los niveles de precipitaciones, que pueden afectar la producción de exportaciones de materias primas. Los precios de las materias primas y las precipitaciones muestran un impacto estadísticamente significativo sobre los préstamos en mora con un rezago de dos meses. Se concluye que el impacto del crecimiento de Brasil no es estadísticamente significativo. Véase FMI (2016).

Fuentes: Autoridades nacionales, Haver Analytics, base de datos Global Financial Development, Perspectivas de la economía mundial y cálculos del personal técnico del FMI.

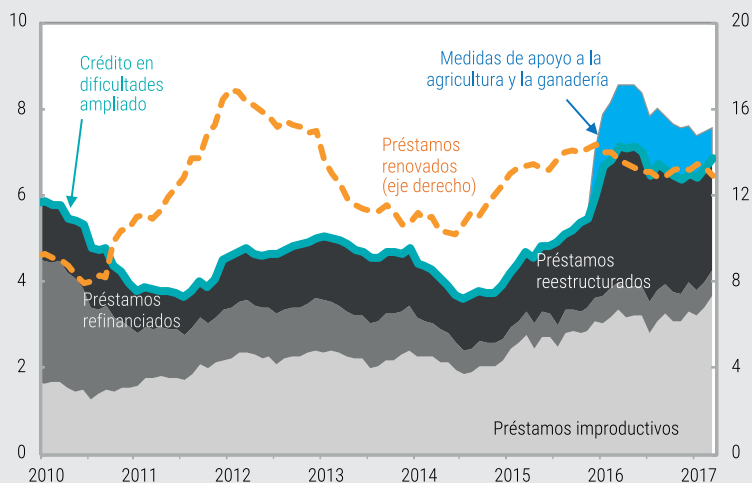
Una consecuencia de este análisis es que la reciente caída de los precios de exportación de las principales materias primas de Paraguay puede ayudar a explicar gran parte del aumento de préstamos deteriorados (disminución de la calidad crediticia) que se observó desde 2016. El crédito bancario se desaceleró significativamente durante este período. Con el fin de ayudar a gestionar las presiones económicas relacionadas, las autoridades introdujeron medidas de apoyo, como en el pasado, concediendo flexibilidad (temporal) en la clasificación entre préstamos en mora para prestatarios agrícolas y otras categorías de créditos en dificultades, es decir, préstamos reestructurados o refinanciados (GRÁFICO 16). Esto otorga a los bancos cierta libertad respecto de la provisión de pérdidas por créditos y ayuda a respaldar el otorgamiento de préstamos.

Brechas de crédito

Otra consecuencia de esta observación es el rol importante de los choques externos en la generación de fluctuaciones en el ciclo crediticio interno. Paraguay exhibió este patrón en el pasado, con auges de crédito seguidos de largos períodos de estancamiento en materia de crecimiento del crédito, que incluyó una crisis bancaria en 1995 luego de un período de rápido crecimiento a fines de la década de 1980 y principios de la década de 1990 (García-Herrero, 1997). Estos episodios pueden generar preguntas acerca de la sostenibilidad definitiva de grandes auges crediticios y de su congruencia con los fundamentos económicos subyacentes, como se muestra a continuación.

Gráfico 16

Paraguay: Indicadores de calidad de crédito
(Porcentaje del total de préstamos)



Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

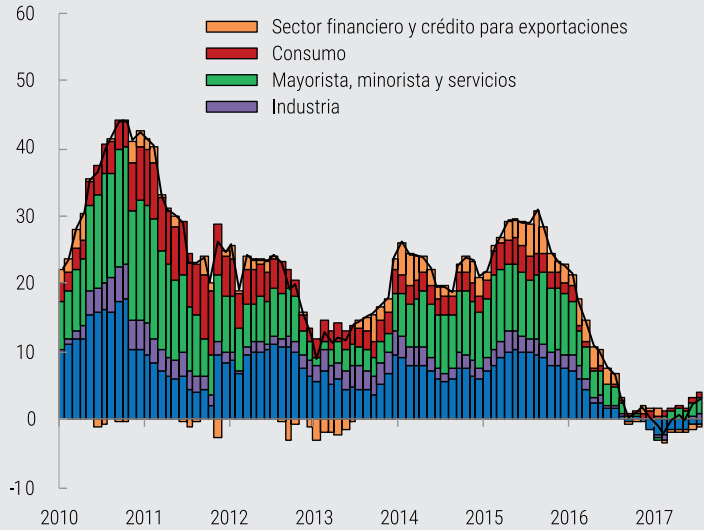
En el ciclo más reciente, el crédito se aceleró abruptamente en 2013 dentro de un contexto de precios de exportación más elevados de las materias primas clave, junto con el marcado crecimiento de la demanda externa y la producción interna (GRÁFICO 17). En un nivel sectorial, el crecimiento de la actividad real y el crédito (que incluye los préstamos en dólares estadounidenses) para los sectores agrícola y ganadero, así como para el comercio y los servicios, se expandió notablemente de manera conjunta (GRÁFICO 18). Sin embargo, Brasil eventualmente entró en recesión y hubo un retroceso de los precios de las materias primas en 2015. A mediados de 2015, el ritmo de la actividad en Paraguay se desaceleró notoriamente también en sectores clave, pero la tendencia del crédito continuó aumentando, lo que condujo a un cierto *desacoplamiento*.

Desde una perspectiva internacional, el rápido crecimiento anual del crédito en Paraguay, que fue de 23 % en 2015, ubicó a este país en el quintil más alto de las economías de mercado emergentes (Antonio C., Keim, Novta, & Santoro, 2016). En comparación con otros países destacados en lo que respecta a crecimiento económico, sin embargo, solo el crecimiento del empleo en Paraguay estuvo al mismo nivel que esas economías (GRÁFICO 19). Otros indicadores macroeconómicos clave fueron relativamente modestos a nivel nacional, lo que además indica que el crédito de Paraguay puede haberse adelantado a los fundamentos económicos durante las últimas etapas de su ciclo crediticio.

En los últimos años del ciclo, hubo señales de un aumento excesivo del crédito que no estaba completamente vinculado a los fundamentos económicos, indicado por las “brechas de crédito” (GRÁFICO 20). Por lo tanto, es posible que los riesgos crediticios aumentaran a medida que la calidad del crédito disminuía en las últimas etapas del auge del crédito. Se pueden observar como datos adicionales las señales de tensión de prestatarios sobreendeudados (que incluye préstamos en dólares estadounidenses), el aumento de préstamos en mora y reestructurados, el creciente riesgo crediticio y, por último, el ajuste del balance por parte de los bancos. La desaceleración subsiguiente del crédito bancario fue significativamente representativa de todos estos factores. Curiosamente, el crédito rezagado quedó detrás de la producción en sectores clave en 2017, mientras los bancos se volvieron más conservadores, según lo señalan las encuestas sobre crédito. En general, el episodio reciente destaca que el sistema bancario parece vulnerable a las fluctuaciones pronunciadas que tienen lugar durante el ciclo crediticio.

Gráfico 17

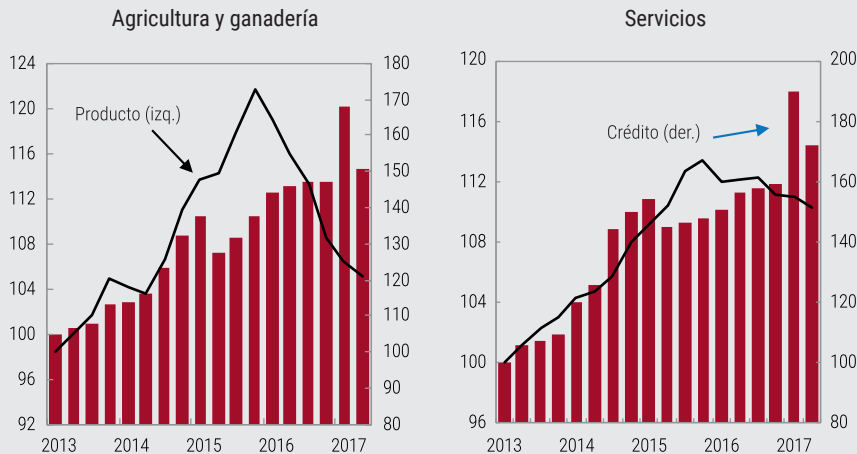
Paraguay: Contribuciones al crecimiento del crédito
(Porcentaje, anual)



Fuentes: BCP y cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 18

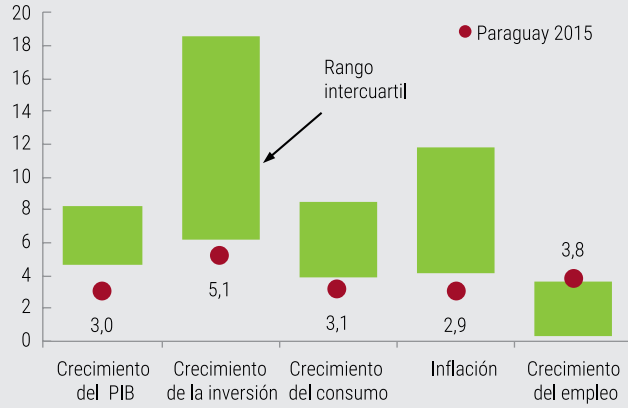
Producto y crédito
(Índices, 2013T1=100; en términos reales)



Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 19

Variables fundamentales de países con alto crecimiento del crédito*
(Porcentaje. Variables con variación porcentual real)

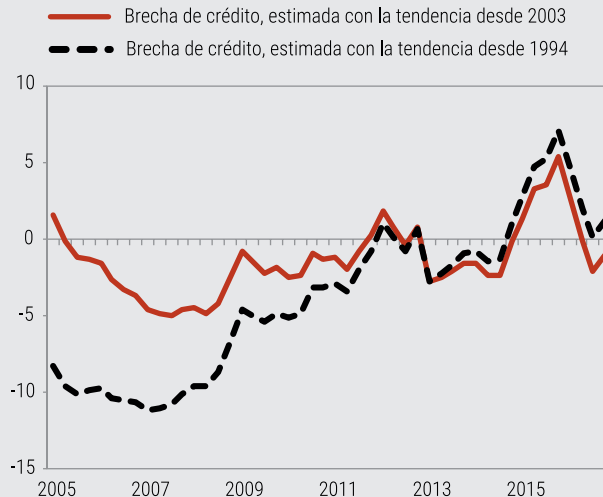


* Desempeño de los países de mercados emergentes con crecimiento del crédito en el quinto quintil (> 17,4 por ciento; el crecimiento del crédito privado para el año 2015 en Paraguay fue del 22,9 por ciento).

Fuente: Autoridades del país; Haver analytics; base de datos de Global Financial Development; Informe WEO; y cálculos del personal técnico.

Gráfico 20

Paraguay: Estimaciones de la brecha de crédito
(En puntos porcentuales)



Fuente: Autoridades del país; Haver analytics; base de datos de Global Financial Development; Informe WEO; y cálculos del personal técnico.

|| Dolarización y riesgos cambiarios

Otro rasgo definitorio del sistema financiero de Paraguay es su nivel de dolarización relativamente elevado. Esto puede traer consecuencias para las exposiciones y los riesgos financieros, en particular, a través del tipo de cambio. Desde principios de la década de 2000, la participación del crédito en dólares disminuyó gradualmente durante la década posterior, pero la tendencia se revirtió parcialmente durante los últimos años. En la actualidad, alrededor de la mitad de los préstamos y depósitos en Paraguay están denominados en dólares estadounidenses.

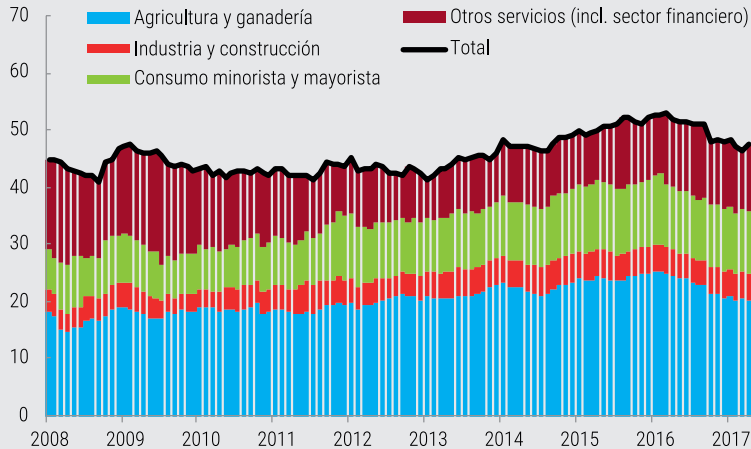
Para examinar las vulnerabilidades y los riesgos relacionados con el sistema financiero de Paraguay en la actualidad, es necesario tener una mejor comprensión de qué *impulsa* la dolarización y, por consiguiente, dónde podrían encontrarse las exposiciones financieras potenciales. En términos de beneficios, la dolarización puede fomentar el comercio y una reducción de los costos de las transacciones. También puede limitar la fuga de capitales y alentar a los residentes a mantener sus ahorros en el sistema financiero, como ha quedado demostrado en crisis anteriores. Sin embargo, la dolarización también acarrea costos como el debilitamiento de la transmisión de políticas monetarias para modificar las condiciones del mercado local, así como la estricta limitación de la función de prestamista de última instancia que cumple el banco central. Finalmente, la dolarización puede crear riesgos de mercado a partir de posibles descalces de moneda (sin cobertura) en hogares específicos y en los balances de las empresas, lo cual puede contribuir a la vulnerabilidad del sistema bancario a través del tipo de cambio.

Afortunadamente, los activos y pasivos en dólares están, en general, casi compensados en el sistema bancario, y los bancos financian préstamos en dólares esencialmente a través de sus depósitos en esa moneda. Sin embargo, esto no descarta el descalce de moneda y los riesgos cambiarios en segmentos específicos del sistema financiero.

En un nivel sectorial, la dolarización de los créditos en Paraguay se concentra en los sectores agrícola y ganadero (GRÁFICO 21). Estos sectores presentan una cobertura natural ya que obtienen ingresos en dólares estadounidenses, principalmente a través de la exportación de soja y carne vacuna. Además de la industria financiera, la dolarización de los créditos también se ubica en el sector de servicios minoristas, que puede reflejar parcialmente la exportación de bienes a Brasil y Argentina (que puede depender del dólar).

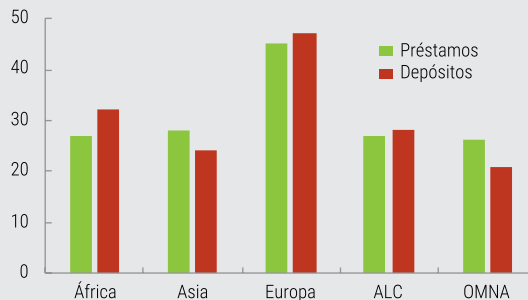
Desde un punto de vista comparativo, la dolarización es un rasgo común de numerosas economías de América Latina y otros mercados emergentes de manera más general. Esta región tiende a contar con un nivel de créditos en dólares levemente más alto que Asia y que Oriente Medio y Norte de África (OMNA), mientras que las economías de Europa emergente tienden a depender más del euro como moneda extranjera (GRÁFICO 22).

Gráfico 21
Paraguay: Dolarización del crédito por sector
(Porcentaje del crédito total)



Fuente: BCP y cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 22
Economías emergentes y en desarrollo: Dolarización del crédito
(Porcentaje)

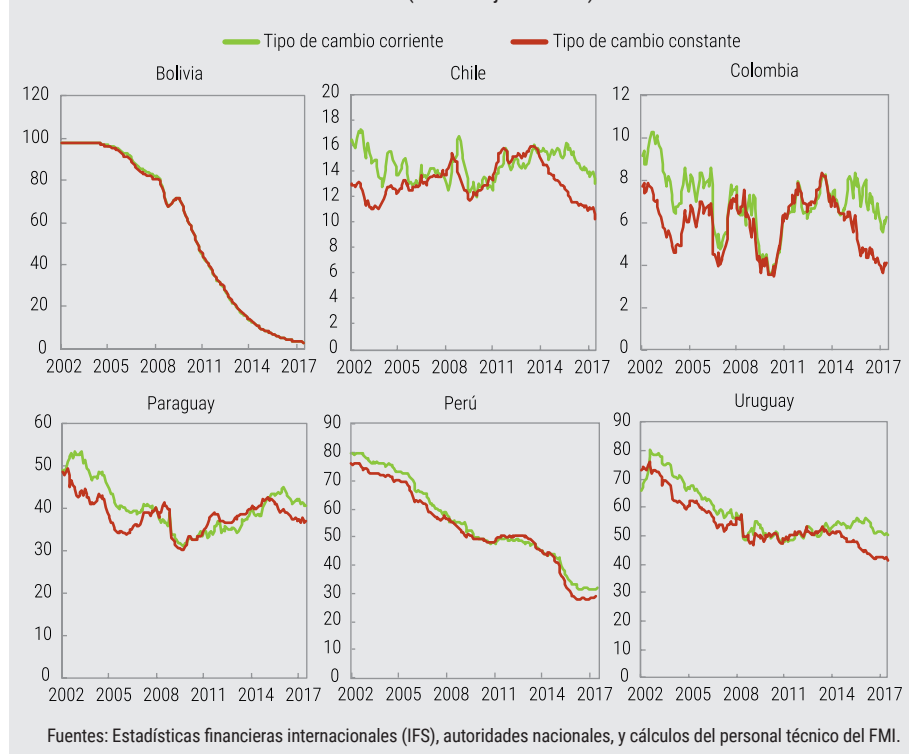


Fuentes: Autoridades del país; estadísticas financieras internacionales (IFS); y cálculos del personal técnico del FMI.

Dentro de América Latina, hay varias economías que tuvieron niveles muy altos de dolarización a principios de la década de 2000 (superiores al de Paraguay) (GRÁFICO 23). Por ejemplo, las participaciones de Perú, Uruguay y Bolivia en el crédito en dólares del sistema financiero superaron las tres cuartas partes en 2002. Una de las razones detrás de la dolarización es, con frecuencia, la herencia de inestabilidad macroeconómica (por ejemplo, hiperinflación) o de inestabilidad financiera (por ejemplo, crisis bancarias) que alientan la adopción, por ejemplo, de los

dólares estadounidenses como un depósito de valores y un medio de intercambio más confiable. Estudios anteriores revelan que los depósitos en dólares del sistema bancario aumentaron sustancialmente (es decir, fueron convertidos a partir de los depósitos de moneda local) o funcionaron como reservas en los bancos *de refugio* durante las crisis bancarias latinoamericanas de los noventa, que incluyen a Argentina, Venezuela y Paraguay (García-Herrero, 1997). Curiosamente, con la restauración de la estabilidad macroeconómica y financiera en las economías sobreendeudadas, y también con las importantes reformas institucionales que se llevaron a cabo en América Latina en los años noventa –como la adopción de metas de inflación y una mayor independencia del banco central–, algunas de ellas alcanzaron un nivel sustancial de desdolarización durante las últimas dos décadas (Carrière-Swallow, Faruqee, Jácome, & Srinivasan, 2016).⁶ En el caso de Perú, esto incluye la implementación de políticas a través de un enfoque basado en el mercado que alienta activamente una sustitución, que consiste en el acercamiento a la moneda local y el alejamiento del dólar estadounidense (Castillo, Vega, Serrano, & Burga, 2016).

Gráfico 23
Dolarización del crédito en América Latina (Porcentaje del total)



6 Estos autores elaboran un resumen de las reformas institucionales adoptadas por los principales bancos centrales de América Latina y sus desempeños macroeconómicos en los diferentes períodos.

¿Qué impulsa la dolarización en Paraguay? Al examinar los factores que pueden influir en la dolarización en América Latina, el análisis de series de tiempo indica que un mejor rendimiento macroeconómico (por ejemplo, mayor crecimiento o menor inflación) tiende a reducir la dolarización, pero un nivel de incertidumbre externa más alto (por ejemplo, el índice de volatilidad VIX) tiende a aumentarla (GRÁFICO 24).⁷ Además, los diferenciales del coeficiente de encaje (es decir, sobre depósitos extranjeros versus nacionales) tienden a reducir la dolarización. Para Paraguay, los mismos resultados empíricos tienden a apoyar ampliamente dos notables excepciones. Los precios de materias primas más elevados y el aumento de la producción tienden a incrementar, no a reducir, la dolarización del crédito bancario en contraste con otras economías. Posiblemente esto refleje la ampliación del papel del sector agrícola, que recibe ingresos en dólares por las exportaciones. Durante los períodos en que los precios de las materias primas son elevados, la rentabilidad y el endeudamiento en dólares tienden a incrementar en este sector.

En general, el aumento de los precios de la soja, el crecimiento de la actividad económica y los movimientos cambiarios han sido los factores más sobresalientes para explicar el aumento de la dolarización que tuvo lugar en Paraguay durante los últimos años (International Monetary Fund, 2017, pág. 24).⁸

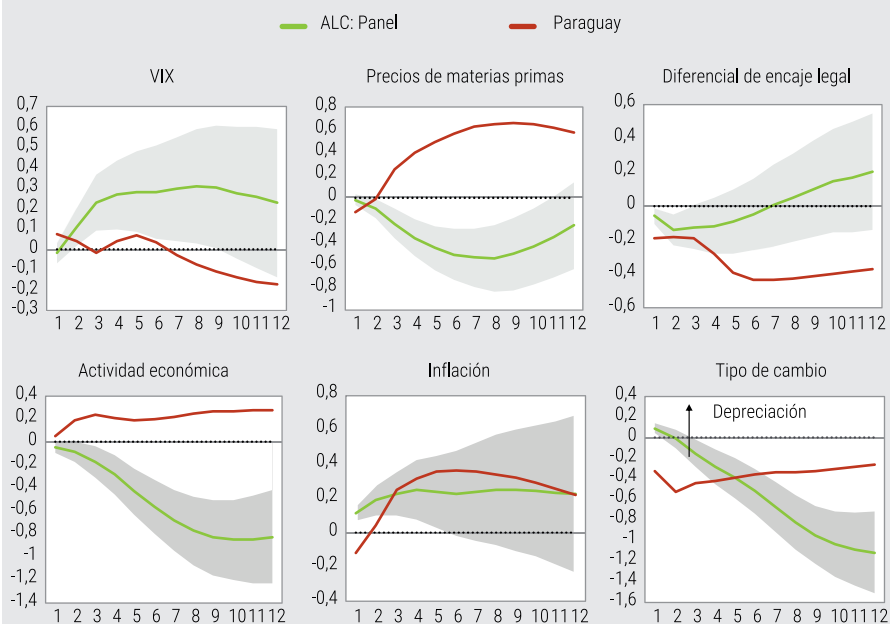
Como ya se analizó, el aumento de créditos dolarizados se observa en el sector agrícola, que posee una cobertura natural por sus ingresos en dólares, pero también fluye hacia otros sectores (por ejemplo, comercio mayorista y minorista) donde es posible que las coberturas para riesgos relativos a divisas sean menos integrales. Los prestatarios pueden aprovechar las tasas de interés en dólares más bajas o esperar movimientos cambiarios favorables, pero posiblemente algunos adquieran exposiciones cambiarias descubiertas. Además, los esfuerzos del banco central por limitar un exceso de volatilidad en los tipos de cambio pueden mitigar los riesgos cambiarios a corto plazo y, en consecuencia, los prestatarios pueden tener menos incentivos para reducir las exposiciones en dólares. Ahora bien, los riesgos de mercado pueden desarrollarse en el sistema financiero durante los períodos en que el crédito en dólares se expande rápidamente y las fluctuaciones del tipo de cambio son fuertes. Por ejemplo, el análisis de series de tiempo de la dola-

7 La muestra incluye a seis exportadores de materias primas de América Latina, y se emplean datos mensuales desde enero de 2002 hasta junio de 2017. Para eliminar los efectos de valuación, los créditos extranjeros se evalúan a un tipo de cambio constante (es decir, enero de 2010). En América Latina, la contribución de los choques a la situación macroeconómica interna —actividad económica, inflación y tipo de cambio— de manera conjunta explica aproximadamente el 30 % de la variación en la dolarización crediticia.

8 El informe además indica que el impacto del shock de un punto porcentual en los precios de la soja, que deriva en una mayor actividad económica, aumenta la dolarización en 3½ puntos porcentuales, de manera acumulativa después de un año. Para Paraguay, un cambio en los precios de las materias primas y el tipo de cambio explica aproximadamente la mitad del cambio en la dolarización a un horizonte temporal de 12 meses.

rización a nivel sectorial demuestra que los préstamos en dólares tienden a *aumentar* con el incremento de los precios de las materias primas, la actividad económica más intensa o la depreciación del dólar, no solo en el sector agrícola, sino también en otros sectores de la economía. En particular, los sectores financieros y de servicios tienden a mostrar volúmenes de créditos en dólares más elevados a partir de un dólar más débil, es decir, de un guaraní más fuerte. Esto sugiere posibles riesgos financieros en algunos sectores no dolarizados que dependen del tipo de choques.

Gráfico 24
 Respuesta de la dolarización del crédito a cada choque*
 (Porcentaje del total)



* Precio de exportación de materias primas específico del país. Véase (Gruss, 2014). Diferencia entre el coeficiente del encaje legal aplicado a los depósitos denominados en moneda extranjera y el de los depósitos en moneda local. A fin de sacar el efecto de valoración, los créditos denominados en moneda extranjera se convierten según el tipo de cambio de enero de 2010.

Fuentes: Estadísticas financieras internacionales (IFS); autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

De manera específica, con la posibilidad de una participación más alta de pasivos en dólares en algunos sectores, los bancos paraguayos podrían quedar sujetos a un mayor riesgo cambiario. Afortunadamente, las regulaciones prudenciales garantizan que las posiciones cambiarias de casi todos los bancos queden prácticamente equiparadas, ya que imponen un tope a las posiciones abiertas diarias

netas en divisas.⁹ Aun así, las regulaciones no excluyen la posibilidad de descálces de moneda, ya que es posible que los bancos tengan exposiciones indirectas a depreciaciones pronunciadas en el tipo de cambio a través de los prestatarios (no cubiertos). Además, en Paraguay, los instrumentos de cobertura financiera se limitan a funcionar como garantía frente a la volatilidad cambiaria. El desarrollo de los mercados de derivados de divisas, por ejemplo, pueden estar parcialmente restringidos por algunos impedimentos regulatorios (por ejemplo, topes) sobre las posiciones cambiarias y las exposiciones dado que esto limitaría la demanda de tales instrumentos de cobertura.

A fin de evaluar el impacto de los riesgos monetarios a nivel agregado, las simulaciones (estáticas) simples de los choques ocasionados por la depreciación del dólar, por ejemplo, ilustran estos riesgos para los balances de los bancos. Aunque este análisis no excluye la posibilidad de que haya instituciones con descálces de moneda, la mayoría de los bancos parecen tener la capacidad de soportar choques de depreciación sustanciales del 10 % al 25 % (Antonio C., Keim, Novta, & Santoro, 2016) (GRÁFICO 25). Esto es coherente con el hecho de que los préstamos y depósitos en dólares están ampliamente equiparados en el sistema bancario en general. Sin embargo, las depreciaciones más pronunciadas pueden generar reducciones en la capitalización más notables en algunos bancos a través de los efectos magnificados de prestatarios sin cobertura.¹⁰

Finalmente, con respecto a las políticas de los sectores monetario y financiero, la dolarización presenta algunos problemas específicos para Paraguay, en comparación con sistemas financieros menos dolarizados. En primer lugar, la dolarización tiende a debilitar la transmisión de la política monetaria (Reinhart, Rogoff, & Savastano, 2003). El análisis de series de tiempo tiende a mostrar que una menor transferencia de las tasas de interés de la política monetaria a las tasas de interés de los préstamos internos (en términos de moneda local) en Paraguay se relaciona con otros bancos centrales de la región, considerando restricciones tales como mercados monetarios menos desarrollados (GRÁFICO 26). Con la dolarización, la transmisión monetaria se debilita aún más, dada la muy limitada capacidad del Banco Central de influir en las tasas de interés en dólares (Fondo

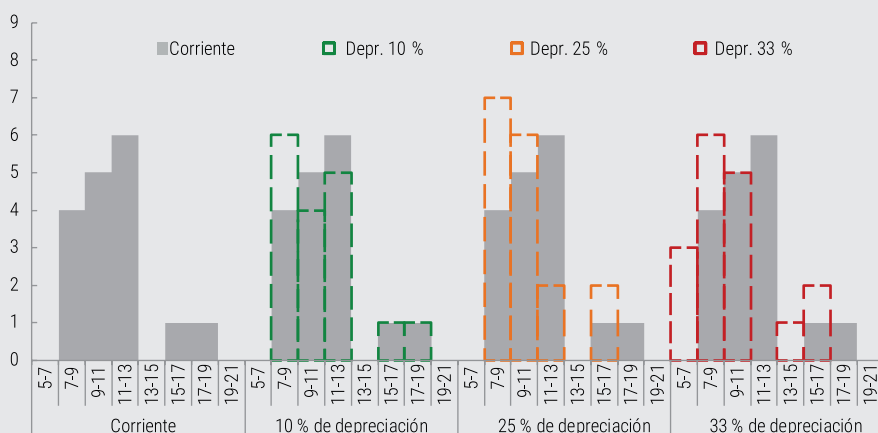
9 Los montos de negociación y posición diaria neta en moneda extranjera están regulados en Paraguay. Cada banco está sujeto a límites a la posición neta en moneda extranjera, fijados por última vez en septiembre de 2015. En ese momento, los bancos de la categoría "A" podían tener una posición larga neta de entre 10 y 20 por ciento del capital regulatorio; los de la categoría "B", entre 40 y 50 por ciento del capital; y los de la categoría "C", entre 90 y 100 por ciento.

10 Una apreciación marcada del dólar afecta a los balances tanto de los bancos como de los prestatarios, y reduce las utilidades. A su vez, esto puede restringir los planes de inversión en sectores clave y atenuar el crecimiento. Las simulaciones estáticas indican que los bancos pueden resistir depreciaciones moderadas del guaraní, pero los choques más pronunciados (por ejemplo, depreciaciones que superen el 30 %) pueden reducir notoriamente las reservas de capital y, en cambio, restringir la capacidad crediticia si algunos bancos necesitan aumentar su capital (en ausencia de requisitos de capital más altos sobre los préstamos denominados en dólares).

Monetario Internacional, 2018).¹¹ Esto puede obstaculizar la capacidad del Banco Central de usar las tasas de interés como una herramienta de política eficaz para adaptar las condiciones monetarias y crediticias internas. Por lo tanto, es posible que el sistema financiero necesite depender en mayor medida de instrumentos macroprudenciales y de la supervisión financiera para gestionar los riesgos de estabilidad cuando el aumento de los créditos es alto. En segundo lugar, el mismo sistema financiero puede ser más proclive a experimentar fluctuaciones pronunciadas en el ciclo crediticio. Como ya se analizó, hay bancos que son vulnerables a los sectores volátiles (por ejemplo, agrícola, ganadero) y a los choques externos (por ejemplo, precios de las materias primas, clima) y que los instrumentos de política son más escasos, o menos eficaces, para adaptar los ciclos crediticios en presencia de la dolarización.

Gráfico 25

Paraguay: Coeficientes capital/activos en distintos escenarios
(Cantidad de bancos con coeficientes capital/activos en bin; datos de mayo de 2017)

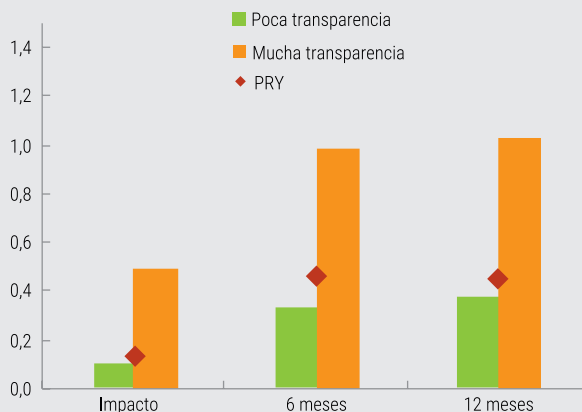


Fuentes: Autoridades del país, IFS y cálculos del personal técnico del FMI.

11 Según el análisis del modelo de vectores autorregresivos (VAR) con un panel de 60 países, la transferencia de las tasas de interés de la política monetaria a las tasas de préstamos de la banca minorista en Paraguay tiende a ser menor que la de los bancos centrales altamente transparentes de la región. Además, la transferencia a las tasas de préstamos en dólares de forma directa es ínfima, lo que reduce la transmisión de la política monetaria en general para Paraguay con respecto a los sistemas financieros menos dolarizados.

Gráfico 26

Estimaciones de transferencia de tasa de interés
(De tasas de política monetaria a tasas de préstamo de banca minorista)



Fuentes: Autoridades del país, IFS y cálculos del personal técnico del FMI.

|| Dinámica y vínculos macrofinancieros

Otra vulnerabilidad potencial de cualquier sistema financiero —como quedó en evidencia durante la crisis financiera mundial— es el rol de los vínculos macrofinancieros que pueden ampliar y propagar los efectos de los choques. En el contexto de fallas en materia de políticas y de mercado, estos vínculos ayudaron a crear riesgos sistémicos que magnificaron los efectos reales de la dislocación financiera y derivaron en prácticamente un colapso del sistema financiero en 2008 (Brunnermeier, 2009).¹² Para el sistema financiero menos desarrollado de Paraguay, tales riesgos parecen más remotos. No obstante, su sistema bancario parcialmente dolarizado y sus exposiciones a sectores volátiles y choques externos, indican que los vínculos macrofinancieros aún pueden ser importantes. Estas interconexiones y cadenas de interacciones podrían generar dinámicas internas conocidas como *acelerador financiero*, el cual puede acentuar, por ejemplo, las fluctuaciones en el ciclo crediticio y ampliar las brechas entre el crecimiento económico y los fundamentos de la economía.

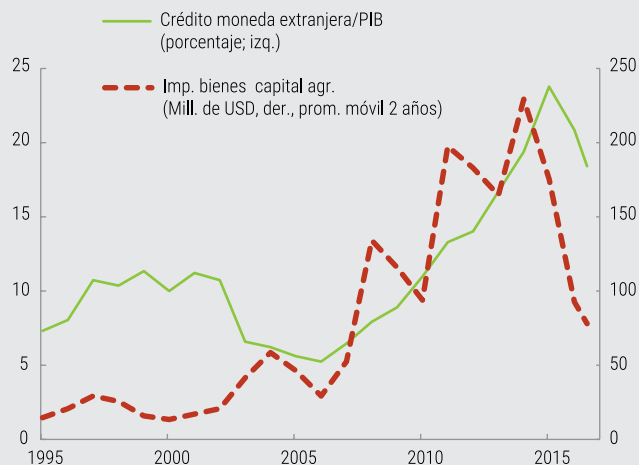
12 Véase también (International Monetary Fund, 2009).

Los canales claves a través de los cuales estas dinámicas pueden operar en Paraguay son los precios de las materias primas, la actividad agrícola, los valores de las tierras, el crédito bancario y el PIB. Por ejemplo, los disparadores externos –como los precios de materias primas más altos– pueden impulsar la rentabilidad (por ejemplo, la capacidad crediticia) y la demanda de inversiones de entidades agrícolas. En cambio, dada la importancia de los créditos en dólares para financiar la inversión agrícola (por ejemplo, compra de bienes de producción), esto estimula una demanda interna más elevada de préstamos en dólares (GRÁFICO 27). Si los agricultores esperan que los precios de las materias primas aumenten en el futuro, se pueden incrementar los precios de la tierra y los valores de las garantías, lo que fomenta aún más la expansión de los créditos bancarios (por ejemplo, para adquirir tierras). Además, otros sectores vinculados a la agricultura, de manera directa o indirecta, pueden solicitar más préstamos, dado que la inversión y el PIB se expanden durante la reactivación del crédito. En la medida en que el valor del guaraní se aprecie, para los prestatarios, también será más fácil financiar la deuda en dólares con sus ingresos en moneda local.

Pero muchos de estos mecanismos de retroalimentación pueden operar en el sentido opuesto al impulsar un ciclo adverso de crédito y producción. En tal escenario, los precios más bajos de las materias primas y los choques relacionados con condiciones climáticas adversas para la agricultura ocasionarían préstamos con riesgo de cumplimiento, una tasa de incumplimiento creciente y liquidaciones de garantías, ya que los prestatarios se encontrarían sobreendeudados como consecuencia del optimismo pasado. Luego de la reciente caída de los precios de las materias primas, por ejemplo, el crédito se desaceleró notablemente y aumentó el nivel de préstamos de riesgo. Además, la tenencia de garantías recuperadas por parte de los bancos –que incluyen tierras– se incrementaron y posiblemente se vendan dentro de los próximos uno a dos años (GRÁFICO 28).¹³ Afortunadamente, los choques positivos por condiciones climáticas y las cosechas récord limitaron la mayor presión a la baja sobre los precios de tierras para esas ventas. Sin embargo, en un escenario de riesgo de variaciones extremas, una combinación más amplia de choques adversos (que incluye la depreciación de la moneda) puede generar efectos en cadena más pronunciados entre inversiones más escasas, caída del valor de la tierra, menor capacidad crediticia, pérdidas de los bancos y oferta crediticia restringida. El aumento del PIB se vería afectado negativamente como parte de los efectos de las retroacciones (International Monetary Fund, 2017).

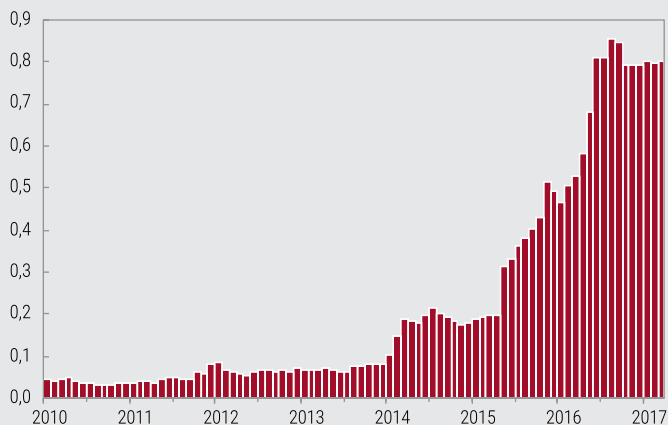
13 Las regulaciones exigen que los bancos vendan las garantías recuperadas dentro de un plazo de dos años luego de haberlos recibido o que hagan una previsión por el monto total del valor del bien valorado. Estos costos elevados indican que la mayoría posiblemente venda estos bienes, los cuales agregarían presión a la baja sobre los precios.

Gráfico 27
Paraguay: Crédito e importaciones de capital agrícola



Fuentes: Autoridades del país, Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 28
Paraguay: Tenencias de activos bancarios por liquidar
(Porcentaje de activos totales, neto de provisiones)



Fuentes: Autoridades del país, Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.

|| **Financiamiento no bancario y otras vulnerabilidades**

Tras el ciclo de auge y caída reciente del crédito bancario, otra vulnerabilidad por destacar es la importancia creciente del financiamiento no bancario en Paraguay. Si bien dichas entidades siguen representando una proporción menor del financiamiento interno, su importancia crece, pero están menos reguladas o no están reguladas, según el tipo.¹⁴

En el caso de las cooperativas, estas instituciones ya son una fuente de financiamiento importante: actualmente representan aproximadamente un [11] por ciento de los activos totales y un [14] por ciento de los depósitos totales del sistema financiero. Como se indicó en capítulos anteriores, hay dos tipos: cooperativas de ahorro y crédito, y cooperativas de producción. El primero es el más importante, con aproximadamente 1,5 millones de miembros, mientras que las cooperativas de producción tienen menos de 50.000 miembros. Las cooperativas tienen vínculos con el sistema bancario a través de sus operaciones de préstamos y de los depósitos. En términos de regulación, estas instituciones están reguladas y son supervisadas bajo débiles estándares por un organismo separado del banco central.¹⁵

En un contexto de inclusión financiera limitada, desaceleración del crédito bancario y cambios en las leyes de tarjetas de crédito aplicados en años recientes, se produjo una migración cada vez mayor de la actividad crediticia hacia instituciones no bancarias. Algunos prestatarios —en especial entre los hogares de ingresos más bajos— buscaron fuentes de financiamiento alternativas en una economía en expansión. Más allá de las cooperativas, las operaciones de casas de crédito y casas comerciales y de pensiones más pequeñas crecieron rápidamente en los últimos años, aunque están fuera del perímetro de supervisión, regulación y vigilancia financiera del banco central y de otros organismos.

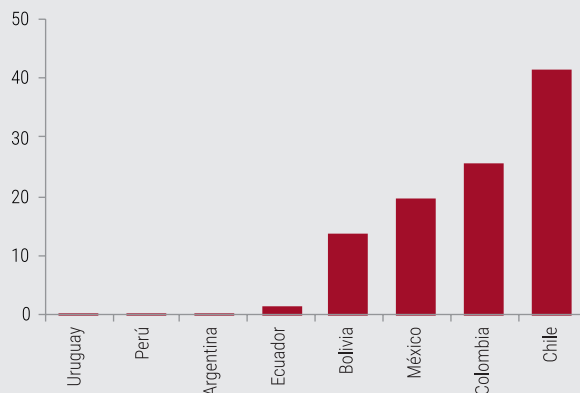
Todo indica que parte de la actividad externa al sistema bancario gira en torno del financiamiento en cuotas y las microfinanzas, aunque faltan datos que lo soporten. La evidencia no empírica sugiere que el tamaño del sector no bancario de Paraguay podría llegar a 30 por ciento del PIB, lo que sugiere que los riesgos y vulnerabilidades que representa para el sistema financiero podrían resultar que no sean despreciables. A nivel regional, las estimaciones disponibles de los activos financieros no bancarios (como porcentaje del PIB) van del 15 al 40 por ciento en las economías en las que esas instituciones tienen relevancia (GRÁFICO 29). Las consecuencias para las políticas del sector financiero y las prioridades estratégicas de este y otros riesgos para la estabilidad se comentan a continuación.

14 El ente supervisor de las uniones de crédito es el INCOOP. Las casas de créditos y las casas comerciales no están reguladas.

15 Un banco cooperativo, BANCOOP —propiedad de una cooperativa de producción— actualmente es supervisado y regulado por el BCP. Otras cooperativas son reguladas por el INCOOP, pero todo indica que no es especialmente independiente de la industria que regula, y su capacidad de aplicar una supervisión prudencial basada en reglas tiene un nivel de desarrollo incipiente.

Gráfico 29

Activos de instituciones financieras no bancarias*
(Porcentaje del PIB)



* 2014, en el caso de Argentina y Colombia. 2011, en el caso de Ecuador y Perú.

Fuente: Base de datos Global Financial Development.

Programa de políticas

A nivel general, Paraguay enfrenta desafíos duales en términos de políticas y de supervisión del sector financiero. En primer lugar, es preciso que las políticas avancen más allá del progreso logrado en términos de desarrollo y profundización financieros, como parte del proceso de desarrollo económico y para promover la inclusión financiera. En segundo lugar, es preciso que las políticas administren las vulnerabilidades financieras, incluidas las relacionadas con grandes choques externos, y ofrezcan protección contra los riesgos para la estabilidad, incluidos aquellos relacionados con nuevos participantes financieros que operan fuera del perímetro regulatorio existente, a medida que el sistema financiero atraviesa estos cambios estructurales a más largo plazo. Estos objetivos estratégicos deben ser la guía de una hoja de ruta de políticas que garantice que el sistema financiero no pierda salud ni dinamismo a medida que se desarrolla y se expande, mientras se mejora su eficiencia y el acceso a servicios financieros, a favor del crecimiento económico y el bienestar. Esta sección de cierre, ofrece un análisis de las prioridades políticas en estas dos dimensiones.

Desarrollo e inclusión financieros

Como se indicó en este capítulo, Paraguay está posicionado para beneficiarse a partir del desarrollo de sus mercados de capitales incipientes y de la promoción

de la inclusión financiera, áreas en las que el país está claramente rezagado respecto de sus pares regionales. La existencia de mercados de valores que funcionen correctamente ofrece a la economía un mecanismo clave para canalizar el ahorro interno hacia inversiones productivas, además de fuentes de financiamiento más diversificadas a favor del crecimiento económico. Una mayor disponibilidad de financiamiento basado en acciones y bonos para las empresas, por ejemplo, puede ayudar a construir resiliencia en la economía ante las fluctuaciones del ciclo de crédito que registró Paraguay, y puede ayudar a aliviar las restricciones de financiamiento a nivel de las empresas, para ayudar a financiar inversiones o constituir nuevas empresas. Los mercados de capitales más desarrollados también contribuyen a atraer inversiones extranjeras.

Las prioridades de políticas incluyen *resolver los obstáculos claves* que limitan el desarrollo de los mercados de capitales. Esto incluye fortalecer las instituciones, los marcos jurídicos, los derechos de los inversionistas y el acceso a la información. En América Latina, dichos factores suelen ser importantes al momento de entender la falta de desarrollo de los mercados de capitales. Además, los problemas de los fondos de pensiones suelen mencionarse también, teniendo en cuenta que son un vehículo fundamental para el ahorro interno. Cabe resaltar dos áreas en el caso de Paraguay.

Reforma fundamental de las pensiones

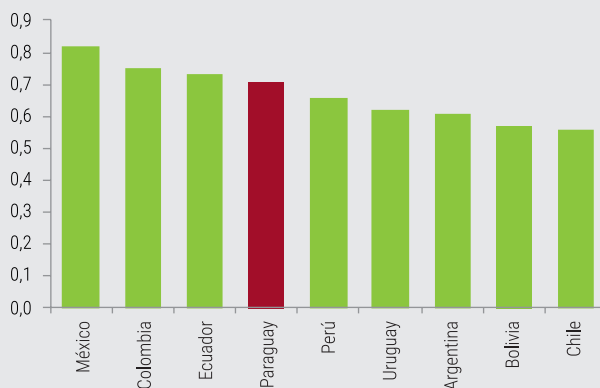
Como medida complementaria, la reforma de las pensiones tiene el potencial de ayudar a fortalecer el desarrollo de los mercados de capitales movilizándolo de una mejor forma el ahorro. El sistema de pensiones de Paraguay, fragmentado y con financiamiento insuficiente, no canaliza de manera eficiente el ahorro interno hacia inversiones productivas (Santos, 2009). Muchos de los fondos de pensiones del país tienen déficits actuariales u operacionales, y carecen de carteras de activos diversificadas (en general son depósitos bancarios) (Keim, 2017). Esa situación refuerza un orden financiero donde predominan los bancos. El retorno sobre los activos de muchos de los fondos de pensiones de Paraguay no es significativo, lo que incluye los préstamos otorgados a miembros. En otras economías, los fondos de pensiones tienden a tener más valores, que incluyen títulos de deuda pública (que siguen representando un mercado menor en Paraguay). Las propuestas de leyes tendientes a introducir una supervisión más estricta del sistema de pensiones prometen mejorar los fondos de pensiones directamente y los mercados de capitales indirectamente.¹⁶

16 La ley apunta a crear una superintendencia de pensiones separada, desarrollar un consejo de supervisión, ampliar los instrumentos de inversión elegibles y crear un comité de asesoramiento con la potestad de asignar los límites del portafolio de inversión.

Aumento de la transparencia y el acceso a la información

Paraguay tiene margen para mejorar más la transparencia. Fue una de las últimas economías de América Latina en aplicar legislación tendiente a eliminar las sociedades anónimas para mejorar la transparencia en las entidades (International Monetary Fund, 2017). Desde el punto de vista de la transparencia de los mercados en el futuro, la creación de registros corporativos puede aumentar la cantidad de información disponible sobre las estructuras de propiedad de las empresas en América Latina.¹⁷ En paralelo, mejorar la transparencia fiscal en relación con los procesos de contratación pública y asociaciones público-privadas y contratos de empresas (incluida la renegociación) con el sector público, puede contribuir a reducir la incidencia de la corrupción o el fraude corporativo, algo que desalienta el desarrollo de los mercados de capitales (GRÁFICO 30). Con un mayor desarrollo de los mercados de acciones y de bonos, también se registran beneficios adicionales en términos de eficiencia, relacionados con la mayor disciplina de mercado en empresas emisoras, que puede ayudar a reforzar el buen gobierno corporativo.

Gráfico 30
Índice global de contratación pública*



* Cuanto más alto el índice, mejor el desempeño.

Fuente: Banco Mundial.

En el caso de los hogares, un mayor desarrollo de los mercados de capital ofrece la promesa de retornos más altos sobre las pensiones u otros ahorros, además de una mayor diversificación de oportunidades de inversión para acumular riqueza. En paralelo, la promoción de la inclusión financiera también representa un be-

¹⁷ Véase, por ejemplo, Lipton, Werner, & Berkmen, (2015), otras iniciativas mundiales recientes de Transparencia Internacional y otras organizaciones (<https://openownership.org/>).

neficio para las personas y las empresas, que enfrentan restricciones en términos de financiamiento, a través de un acceso más amplio a los servicios financieros. Esto habilitaría el financiamiento de nuevas inversiones, una mayor capacidad de suavizar el ingreso en caso de choques y la posibilidad de diversificar riesgos. A fin de promover una mayor inclusión financiera, la región avanzó en términos de crear oficinas de crédito para reducir las asimetrías de información y mejorar las protecciones jurídicas para ampliar el acceso. En el caso de los países que enfrentan restricciones de infraestructura, como Paraguay, el apalancamiento de nuevas tecnologías también fue útil para aumentar la inclusión, lo que trae consigo el avance de iniciativas de dinero electrónico y banca móvil, que aprovechan la elevada penetración de teléfonos celulares (véase, por ejemplo, el modelo de Perú).

II Modernización de la supervisión y la prevención de crisis

El segundo conjunto de desafíos es proteger la estabilidad y gestionar los riesgos financieros en un sistema que sigue desarrollándose y expandiéndose. Las iniciativas tendientes a fortalecer la supervisión financiera y la prevención de crisis están en etapas avanzadas.¹⁸ Sin embargo, se necesita un mayor avance para ayudar a que el sistema basado en bancos gestione sus vulnerabilidades y riesgos, según se indicó antes, incluidos aquellos relacionados con las fluctuaciones del ciclo crediticio y cambiario. Además, el sistema está cambiando, a partir del surgimiento de nuevos participantes del mercado financiero, como las instituciones no bancarias, menos reguladas o no reguladas. En ese contexto, las prioridades estratégicas de las políticas del sector financiero caen en tres amplias áreas: i) modernizar la supervisión bancaria; ii) cerrar las brechas de regulación, resolución y supervisión; y iii) mejorar las herramientas de las políticas financieras y monetarias. Cada pilar se resume a continuación.

Modernizar y habilitar la supervisión bancaria basada en el riesgo

Las autoridades han avanzado con la introducción y el fortalecimiento de la supervisión bancaria basada en riesgo, y la ratificación en diciembre de 2016 de una nueva ley bancaria, fue un hito importante. La transición desde la supervisión basada en cumplimiento, no obstante, no está completa. Así, será importante ace-

18 Paraguay sufrió una serie de crisis bancarias en la segunda mitad de la década de 1990 y la primera mitad de la década de 2000, que llevó a las autoridades a emprender una estrategia de reforma tendiente a fortalecer el sistema financiero, lo que incluye la supervisión, las prácticas bancarias y el gobierno corporativo. A partir de 2003, algunas de las medidas de reforma para fortalecer la estabilidad financiera incluyeron i) la nueva legislación que cubre el banco central, la institución que supervisa las cooperativas financieras (INCOOP) y los fondos de pensiones públicos; ii) la introducción de un fondo de garantía de depósitos administrado por el BCP, con financiamiento del gobierno y las instituciones de depósito; iii) el fortalecimiento de la supervisión a través de un cambio a favor de un marco basado en riesgo; y iv) el desarrollo de planes de intervención y resolución bancarios.

lerar la ejecución, lo que incluye instituir la matriz basada en riesgo, las pruebas de estrés auxiliares y la evaluación de los riesgos macrofinancieros.

Cerrar las brechas de regulación, resolución y supervisión financiera

El marco de gestión de crisis de Paraguay se limita a la resolución de bancos y empresas financieras. Sin embargo, los marcos de resolución y los perímetros regulatorios deberían ampliarse, a fin de que incluyan a las entidades no bancarias. En particular, deben fortalecerse o aplicarse las normas de supervisión de cooperativas y otras organizaciones no bancarias, que son cada vez más importantes. A fin de evitar una visión incompleta o parcial, la supervisión consolidada y la evaluación de riesgos sistémicos, exigen una buena comprensión del desarrollo de todos los segmentos del sistema financiero y de sus interacciones, incluidos los vínculos con la economía real. Un enfoque integrado para supervisar la estabilidad financiera de todo el sistema y para prevenir crisis, también exigiría un mayor nivel de coordinación entre organismos.¹⁹

Desarrollar y fortalecer las herramientas de políticas

Por último, algunas iniciativas complementarias incluyen el desarrollo y el uso de herramientas macroprudenciales y el fortalecimiento de la eficacia de la política monetaria. Una estrategia basada en el mercado, por ejemplo, que promueva una reducción gradual de la dolarización con el tiempo permitiría que el Banco Central tuviera más margen para gestionar el ciclo de crédito mientras trata de cumplir sus metas de inflación. Eso, a su vez, puede reducir las vulnerabilidades financieras relacionadas con el crecimiento excesivo del crédito. En los casos en los que surgen tensiones entre el precio y la estabilidad financiera, pueden tenerse en cuenta las herramientas macroprudenciales, como una gestión más activa de los requisitos de reservas entre depósitos en moneda local y en dólares. Esas herramientas se utilizaron en Perú, por ejemplo, para promover la desdolarización gradual, y pueden ayudar a reducir los riesgos financieros a través del tipo de cambio, en especial si el crédito en dólares aumenta de manera abrupta.

19 El comité de estabilidad financiera de todo el sistema que se propuso se beneficiaría si contara con un mandato claro de fortalecer la cooperación y la coordinación entre organismos a través de un enfoque integrado para medir y supervisar el riesgo sistémico. El marco de estabilidad financiera y macroprudencial propuesto para Paraguay contempla un subcomité especial –Comité de Crisis– para coordinar una respuesta frente a una crisis financiera. La gestión de crisis cobró más importancia tras el Programa de Evaluación del Sector Financiero (PESF) del FMI de 2010 y el ejercicio de simulación realizado por el Banco Mundial, que contó con la participación de todas las instituciones.

Referencias bibliográficas

- Antonio C., D., Keim, G., Novta, N., & Santoro, M. (2016). *Temas seleccionados del FMI: La expansión del crédito en Paraguay y las vulnerabilidades del sistema bancario: Una evaluación - Informe del país No. 16/117*. Washington DC: Fondo Monetario Internacional.
- Brunnermeier, M. (2009). Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 77-100.
- Carrière-Swallow, Y., Faruquee, H., Jácome, L., & Srinivasan, K. (2016). *Challenges for Central Banking: Perspectives from Latin America*. Washington DC: International Monetary Fund.
- Castillo, P., Vega, H., Serrano, E., & Burga, C. (2016). *De-dollarization of credit in Peru: the role of unconventional monetary policy tools*. Working Paper series. Banco Central de Reserva del Perú.
- Dabla-Norris, E., Deng, Y., Ivanova, A., Karpowicz, I., Unsal, F., VanLeemput, E., & Wong, J. (2015). *Financial Inclusion: Zooming in on Latin America*. Washington DC: IMF Working Paper No. 15/206.
- Fondo Monetario Internacional (2018). *Perspectivas económicas: Las Américas (de próxima publicación)*. Washington DC: FMI.
- García-Herrero, A. (1997). *Banking Crises in Latin America in the 1990s: Lessons from Argentina, Paraguay and Venezuela*. Washington DC: IMF Working Paper No. 97/140.
- Gruss, B. (2014). *After the Boom—Commodity Prices and Economic Growth in Latin America and the Caribbean*. Washington DC: IMF Working Paper No. 14/154.
- Heng, D., Ivanova, A., Mariscal, R., Ramakrishnan, U., & Cheng Wong, J. (2015). Capítulo 5: Promoción del desarrollo financiero. En *Perspectivas económicas: Las Américas* (págs. 75-87). Washington DC: Fondo Monetario Internacional.
- International Monetary Fund (2009). *Initial Lesson of the Crisis*, SM/ 09/37. Washington DC: IMF.
- International Monetary Fund (2017). *Paraguay Article IV Consultation - IMF Country Report No. 17/233*. Washington DC.
- Keim, G. (2017). *Temas seleccionados del FMI: Sistema de pensiones y salud de Paraguay - Informe del país No. 17/234*. Washington DC: Fondo Monetario Internacional.
- Laeven, L. (2014). *The Development of Local Capital Markets: Rationale and Challenges*. Washington DC: IMF Working Paper No. 14/234.
- Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. En *Handbook of Economic Growth* (págs. 865–934). Amsterdam: Elsevier.
- Lipton, D., Werner, A., & Berkmen, S. (2015). *Corruption in Latin America: A Way Forward*. Obtenido de <https://blogs.imf.org/2017/09/28/corruption-in-latin-america-a-way-forward/>
- Reinhart, C., Rogoff, K., & Savastano, M. (2003). *Addicted to Dollars*. Cambridge: National Bureau of Economic Research - NBER Working Paper No. 10015.
- Santos, A. (2009). *Paraguay: Addressing the Stagnation and Instability Trap*. Washington DC: International Monetary Fund.

Los autores



José Cantero

Máster en Finanzas Internacionales y Política Económica por la Universidad de Illinois. Posee licenciaturas en Ciencias Políticas y en Ciencias Económicas por la Universidad de Kansas. Realizó cursos de especialización en el Fondo Monetario Internacional, Banco Central de Inglaterra, Gobierno de Corea del Sur y en City University de Londres.

Autor de los libros *Economía Monetaria y Financiera*; *Macroeconomía para Empresas* y *Pensar Como Sócrates* y coautor de los libros *Banca Central: una Introducción* y *70 años de Estabilidad del Guaraní*.

Desde el 2016 es miembro titular del Directorio del Banco Central del Paraguay.



Rafael Lara Valenzuela

Máster en Políticas Públicas por la Universidad Torcuato Di Tella, Argentina, y Economista por la Universidad Nacional de Asunción. Fue director del Departamento de Mercado Abierto del Banco Central del Paraguay y director del Fondo de Garantía de Depósitos. Se desempeñó como gerente financiero en un banco del sector privado. En agosto de 2012, fue designado miembro titular del Directorio del Banco Central del Paraguay, cargo en el que se desempeñó hasta agosto de 2017.



Carlos Fernández Valdovinos

Doctor en Economía por la Universidad de Chicago, máster en Política Económica por la Universidad de Illinois en Urbana-Champaign y economista por la Universidad Federal de Paraná en Brasil. Fue gerente de Estudios Económicos del Banco Central del Paraguay de 2001 a 2004, economista sénior para Argentina en el Banco Mundial, economista sénior para los departamentos de África, Europa y del Hemisferio Occidental del Fondo Monetario Internacional y representante residente del FMI para Brasil y Bolivia. Fue designado presidente del BCP en octubre de 2013, por un periodo de cinco años.



Ernesto Andrés Velázquez Argaña

Máster en Leyes (LL.M.) por la Universidad de Londres, Queen Mary and Westfield College. Obtuvo los certificados en Estudios Diplomáticos, Universidad de Oxford, Trinity College y el curso sobre el Sistema Político Norteamericano, otorgado por The American Political Science Association y The American University. Es abogado por la Universidad Católica de Asunción. Fue miembro del estudio jurídico Fiorio, Cardozo & Alvarado, asesor jurídico del ministro de Relaciones Exteriores en Derecho Internacional Público y árbitro del Centro de Arbitraje y Mediación de la Cámara de Bienes y Servicios de Asunción. Fue gerente de la Unidad Jurídica del Banco Central del Paraguay y, desde octubre de 2014, es miembro titular del Directorio del Banco Central del Paraguay.



Lea Giménez Duarte

Doctora en Economía por la Universidad de Lehigh, máster en Economía de la Universidad de Iowa y Licenciada en Economía de la Universidad Estatal de Emporia. Fue economista en los equipos de Política Económica y Pobreza de la Región de Asia del Sur; Pobreza, Género y Equidad de Latinoamérica y el Caribe; en la Práctica Global de Pobreza; y, en la Práctica Global de Macroeconomía y Gerenciamiento Fiscal del Banco Mundial. Fue la primera mujer en ocupar el cargo de Viceministra de Economía y, en el 2017, asume como Ministra de Hacienda, la primera mujer en ocupar este cargo en la historia del país.



Humberto Colmán Castillo

Postgraduado en Macroeconomía Aplicada en la Pontificia Universidad Católica de Chile y Economista por la Universidad Nacional de Asunción. Ha tomado cursos sobre políticas financieras en el Fondo Monetario Internacional y en la Universidad de Columbia de los Estados Unidos de América. Es Profesor de Macroeconomía en la Universidad Católica Nuestra Señora de la Asunción. Ha sido Director Estudios Económicos y Director de Política Macro Fiscal de la Subsecretaría de Estado de Economía del Ministerio de Hacienda, donde actualmente se desempeña como Viceministro.



Diego Duarte Schussmuller

Candidato a doctor en Teoría Económica y Métodos Cuantitativos por la Universidad de Barcelona, máster en Finanzas y Control de Gestión por la Universidad de Valencia y licenciado en Economía por la Universidad Católica de Asunción. Entre 2006 y 2010 fue analista de riesgos del Citibank Paraguay y luego oficial sénior del Latin American Portfolio Management del Citibank de São Paulo. Entre 2010 y 2013, fue presidente, gerente general y miembro del directorio de la Agencia Financiera de Desarrollo. Fue consultor para el BID y miembro titular del Consejo Fiscal Asesor del Ministerio de Hacienda del 2016 al 2017. Fue director gerente general de Solventa S.A., entre 2013 y 2017. Desde setiembre de 2017 es miembro titular del directorio del Banco Central del Paraguay.



Carlos Carvallo Spalding

Candidato a doctor en Economía de la Universidad Católica Argentina, máster en Macroeconomía Aplicada por la Pontificia Universidad Católica de Chile, especialista en Integración Regional por la Universidad de Murcia e Instituto Universitario Ortega y Gasset, España, especialista en Programación Macroeconómica por Universidad Católica de Chile y economista por la UNICAMP de Brasil. Fue asesor técnico de la Secretaría del MERCOSUR, jefe del Departamento de Apoyo a los Países de Menor Desarrollo Económico Relativo en la SG-ALADI, consultor Internacional del Instituto Interamericano de Desarrollo Social (INDES)-BID, director de Estudios Económicos del Ministerio de Hacienda, secretario técnico del CNPFE y asesor económico del Ministerio de Hacienda. Desde abril de 2015 forma parte del Directorio del Banco Central del Paraguay.



Hamid Faruquee

Doctor en Economía por la Universidad de Princeton. Dictó cátedra en la Escuela Woodrow Wilson de Relaciones Públicas e Internacionales. En el Fondo Monetario Internacional (FMI), ha servido en los Departamentos de Europa, Asia e Investigación y actualmente es Subdirector en el Departamento del Hemisferio Occidental. También se desempeña actualmente como Jefe de la División de Estudios Regionales en el Departamento del Hemisferio Occidental del FMI, que produce la publicación *Perspectivas económicas regionales (REO)*. Entre otras publicaciones, fue editor principal de recientes libros del FMI *Global Rebalancing: a Roadmap for Economic Recovery* (2013) y *Challenges for Central Banking: Perspectives from Latin America* (2016).



Geoffrey Keim

Fue miembro del equipo del Fondo Monetario Internacional para el Paraguay, con enfoque en asuntos con el sector financiero, y del equipo para Bolivia, con enfoque en asuntos en el sector externo. Es actualmente economista en la división de Políticas de Deuda en el Departamento de Estrategia, Política y Repaso en el Fondo Monetario Internacional.



Marie Kim

Economista por la Universidad de Georgetown, Washington DC, EE. UU. Trabajó en la División de Estudios Regionales del Departamento de Asia Pacífico y el Departamento del Hemisferio Occidental del Fondo Monetario Internacional. Participó en la negociación de programas de préstamos para los países del Caribe. Actualmente cubre Bolivia y Paraguay como economista del FMI.

