



PARAGUAY: MÁS ALLÁ DE LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

LOGROS Y DESAFÍOS



Las imágenes que aparecen en este libro corresponden al complejo edilicio del Banco Central del Paraguay, inaugurado el 5 de noviembre de 1984. A través de éstas, se busca destacar su arquitectura: los espacios que forman las líneas, ángulos y curvas, el contraste de texturas, formas, y el excelente aprovechamiento de la luz. Esta obra arquitectónica de estilo moderno y racional sigue formas geométricas simples con criterios ortogonales, predominio de hormigón visto, vidrios y aluminio. Resalta además su estilo corbusiano, con preeminencia de plantas libres, cerramientos perimetrales transparentes y terraza ajardinada.

Paraguay: Más allá de la estabilidad macroeconómica. Logros y desafíos

ISBN 978-99967-735-1-8

Impreso en Paraguay. Printed in Paraguay.

Primera edición: marzo de 2016

Imprenta: Servipress

Coordinación general: Jazmín Gustale Gill, Viviana Garay Estepa, Leticia Bogado Yubi,

Andrés Benítez Ruíz Díaz y Felipe González Soley

Corrección de estilo y edición: Andrés Benítez Ruíz Díaz

Edición: María J. Peralta Heisecke

Diseño y diagramación: Karina Palleros

Fotografía 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.

PRESENTACIÓN

Los *años dorados* para América Latina y el Paraguay han llegado a su fin. Un estudio reciente del Fondo Monetario Internacional indica que, debido a las débiles perspectivas de los precios de las materias primas, el crecimiento de las economías exportadoras de estos bienes podría desacelerarse aún más en los próximos años. De acuerdo a esta investigación, la reciente caída de precios recortaría en un punto porcentual por año la tasa de expansión de los países exportadores de materias primas. El mismo estudio concluye también que la desaceleración no solo es un fenómeno cíclico, sino que tiene igualmente un componente estructural. Esto debido a que la inversión y, por consiguiente, el producto potencial tienden a crecer más lentamente entre los países exportadores durante fases descendentes del precio de las materias primas.

Durante los últimos doce años, el Paraguay se ha visto beneficiado por *vientos de cola* que permitieron a nuestra economía crecer, en promedio, a una tasa cercana al 5%. Todo esto respaldado por una política macroeconómica (fiscal y monetaria) prudente, factor clave para que la calificación de riesgo soberano del país pase de una situación de *default selectivo* a la actual ubicada a un paso del *grado de inversión*. Sin embargo, en el nuevo contexto global, la estabilidad macroeconómica –si bien es una condición necesaria– no será suficiente para sostener tasas elevadas de crecimiento y conseguir nuevas mejoras en los ingresos y el bienestar de la población. Por tanto, para seguir construyendo un mejor futuro, el Paraguay necesita diseñar e implementar políticas públicas sostenibles en el tiempo, que no se limiten exclusivamente al ámbito monetario y fiscal.

Por ejemplo, de aquí en adelante, será fundamental redoblar esfuerzos para promover la inclusión financiera en un marco de crecimiento estable y solvente del sistema financiero; mejorar la calidad de la infraestructura y los servicios públicos; profundizar el mercado de valores; priorizar la calidad de las instituciones; adecuar la administración de reservas internacionales a las mejores prácticas internacionales; perfeccionar el marco regulatorio del sistema financiero, y apuntar a una mayor diversificación y complejidad de nuestra estructura productiva.

Así nace este libro denominado *Paraguay: más allá de la estabilidad macroeconómica*, que apunta cumplir dos objetivos. Por un lado, describe el largo camino hacia la estabilidad macroeconómica que hemos transitado los paraguayos y busca dejar documentada nuestra experiencia. Por otro lado, con una visión crítica y

prospectiva, la obra analiza algunos desafíos que tenemos por delante para lograr un crecimiento superior al promedio regional, respaldado por un sistema financiero más eficiente e inclusivo. Lógicamente, la lista de los temas tratados en esta segunda parte es limitada, pero los tópicos estudiados son algunos de los más relevantes.

El Directorio del Banco Central del Paraguay espera que esta publicación contribuya a lograr un mayor conocimiento de la economía paraguaya, sirva para valorar la importancia de la estabilidad macroeconómica y se convierta en un instrumento útil para el debate sobre las políticas públicas que necesitamos implementar en Paraguay.

Carlos Fernández Valdovinos

Asunción, marzo 2016

PRÓLOGO	7
PARTE 1: Logros recientes	11
Una década de estabilidad <i>Jorge Corvalán Mendoza</i>	12
Coordinación de las políticas monetaria y fiscal <i>Daniel Correa Ramírez</i>	29
Coordinación macroeconómica: clave para una política monetaria efectiva <i>Carlos Carvallo Spalding</i>	55
PARTE 2: Desafíos	83
<i>Quid Pro Quo</i> : productividad y crecimiento económico (I) <i>Carlos Fernández Valdovinos</i>	84
<i>Quid Pro Quo</i> : productividad y crecimiento económico (II) <i>Carlos Fernández Valdovinos</i>	107
Inclusión financiera <i>Santiago Peña Palacios</i>	137
Incidencias de las modificaciones legislativas propuestas por el BCP <i>Ernesto Velázquez Argaña</i>	160
¿A dónde se dirige el sistema financiero paraguayo? <i>José Insfrán Pelozo</i>	183
Profundización del mercado de valores <i>Rafael Lara Valenzuela</i>	209
Administración de reservas internacionales <i>Roland Holst Wenninger</i>	224
Los autores	244

PRÓLOGO

Felipe Larraín B.¹

Paraguay ha tenido numerosos episodios de alta volatilidad en su crecimiento económico. Parte de esta volatilidad se explica por su alta apertura económica donde destaca la importancia del sector agrícola. Así, cuando hay fluctuaciones significativas de los precios internacionales de estos productos agrícolas, el PIB se ve afectado, a veces severamente. Sin embargo, no toda la volatilidad se debe a variaciones en los precios internacionales de los productos de exportación; la institucionalidad macroeconómica también tiene una cuota de responsabilidad. Por ejemplo, años atrás la política fiscal era bastante procíclica, es decir, en periodos de *shocks* negativos en los precios de las exportaciones, el fisco puede haber reaccionado contrayendo el gasto público debido a la caída en los ingresos fiscales y acrecentando la caída del PIB. La buena noticia es que la institucionalidad fiscal está en un claro proceso de mejora sobre todo a partir de la implementación de la Ley de Responsabilidad Fiscal de 2013.

Este libro nos ilustra cómo Paraguay está transitando en varias dimensiones hacia una nueva y mejor institucionalidad económica. Tal como muestran los autores de este libro, este proceso lleva ya cerca de una década y abarca la institucionalidad fiscal, la monetaria y la financiera.

Las mejoras en la institucionalidad económica permiten no sólo disminuir la volatilidad del crecimiento económico. Además, la estabilidad macroeconómica es una condición necesaria, aunque no suficiente, para incentivar el crecimiento económico. A mayor estabilidad y menor incertidumbre, la inversión privada tiende a dinamizarse y el país crece más rápido.

Consideremos el siguiente ejemplo de cómo la mejor institucionalidad puede afectar el crecimiento económico. En la medida en que el manejo fiscal sea responsable, el fisco ahorre en años de expansión económica y desahorre en años de recesión económica, y cree un fondo con activos líquidos para poder ser usados en este último caso, es muy probable que disminuya la prima por riesgo requerida para la emisión de deuda pública, lo que a su vez actúa como *benchmark* para el resto de la economía. Esto es lo que ha ocurrido en la economía chilena en la última década. El resultado son menores tasas de interés para la economía, lo que impulsa la inversión.

Este libro nos describe cómo Paraguay está avanzando en esta tarea de mejoras en la institucionalidad y estabilidad económica y nos abre por lo tanto la esperan-

1 Director del Centro Latinoamericano de Políticas Económicas y Sociales (CLAPES UC) y Profesor Titular, PUC Chile. Ex Ministro de Hacienda de Chile desde el 2010 hasta el 2014.

za de mayores tasas de crecimiento económico, junto a la posibilidad de mayores niveles de empleo, salarios e ingresos fiscales, todas ellas como consecuencias del mayor dinamismo económico.

El libro aborda prácticamente todas las instituciones relevantes para los mercados financieros y el crecimiento económico. El lector puede tener una visión de las políticas fiscal y monetaria, la inclusión financiera, el mercado de valores y el manejo de reservas internacionales. Además, se plantea lo avanzado en los últimos años, así como la prospectiva para los próximos pasos que deberían tomarse para seguir avanzando en la institucionalidad paraguaya.

En la primera parte, la de los *Logros recientes*, con su capítulo “Una década de estabilidad”, Jorge Corvalán abre el texto discutiendo las principales reformas relativas a la mejora institucional en Paraguay en la última década respecto de tres pilares fundamentales: fiscal, monetario y financiero. A continuación, Correa analiza cómo mejorar la coordinación entre la institucionalidad fiscal y monetaria. Carlos Carvallo nos muestra cómo se ha implementado el esquema de metas de inflación y cómo una política fiscal eficiente ha sido una ayuda al éxito del manejo monetario reciente.

En dos capítulos que abren la segunda parte del libro, la de los *Desafíos*, Carlos Fernández analiza algunos de los temas más relevantes para las economías latinoamericanas que buscan converger a los niveles de PIB de economías desarrolladas: la productividad y el crecimiento económico. Un impulso a la productividad puede permitir cambios fundamentales en los niveles de vida de la población al permitir mayores niveles de PIB per cápita. En 2015, de acuerdo a las proyecciones del Fondo Monetario Internacional, Paraguay tenía un PIB per cápita de USD 8.670 muy lejos del rango de USD 22.000 a USD 23.000 per cápita de Chile y Argentina y aún mucho más lejos de los casi USD 41.000 per cápita del reino Unido y de los casi USD 56.000 per cápita de Estados Unidos. Es imperativo por lo tanto para el Paraguay dar un salto sostenido de crecimiento y la productividad es la principal palanca para lograrlo.

Santiago Peña aborda un tema de alta importancia para la población en general, así como para el crecimiento económico: la inclusión financiera. Además, traza los objetivos y metas a alcanzar en este ámbito en los próximos años. Es una agenda exigente e interesante, que ilustra las mejoras en la institucionalidad, pero también el camino que queda por avanzar.

Ernesto Velázquez estudia el tema del sistema financiero desde el ámbito de su regulación y discute qué medidas deben ser implementadas próximamente para avanzar en regulaciones macro-prudenciales, y en la supervisión basada en riesgo. Ello permitiría tener herramientas más propicias para enfrentar problemas financieros tales como eventuales crisis bancarias. A continuación, Aníbal Insfrán nos

da una acabada visión de hacia dónde se dirige el sistema financiero en Paraguay, y nos ilustra sobre la tensión entre la regulación y la fuerte expansión del sistema financiero durante los últimos años. Es necesaria una modernización de la legislación que permita la innovación pero cuidando que el sistema financiero mantenga su solidez. Luego, Rafael Lara discute los pasos que deberían seguirse para profundizar el desarrollo del mercado de valores del Paraguay: es claro que aún queda espacio para mejorar la liquidez del mercado de valores y el autor plantea varios desafíos para aumentarla. Finalmente, Roland Holst aborda también un tema de alta relevancia: cómo mejorar la administración de las reservas internacionales, permitiendo obtener mejores rentabilidades para estos activos, pero, al mismo tiempo, manteniendo su liquidez. Las reservas son la primera línea de defensa en periodos de crisis económicas porque permiten implementar políticas contracíclicas y disminuir las desaceleraciones o caídas del PIB.

Una reflexión final: es reconfortante ver el gran número de calificados economistas que escriben en este libro, muchos de ellos con estudios de postgrado en prestigiosas universidades tanto norteamericanas como de nuestra región. Este es un signo de esperanza para el futuro de las políticas económicas en Paraguay. Se avizora así seriedad en la política económica futura y un país que avanza hacia una economía de mayor capital humano avanzado, requerimiento muy necesario para competir en la economía internacional de hoy.

Este libro es un excelente resumen de las reformas realizadas en Paraguay en la última década, pero además es una hoja de ruta para las próximas reformas a ser realizadas. Como tal, es un muy buen punto de inicio para los nuevos debates económicos que Paraguay debe sostener.

PARTE 1 LOGROS RECIENTES

Una década de estabilidad*

Jorge Corvalán Mendoza

El autor agradece la colaboración de Jazmín Gustale Gill, Edgar Mendoza, Dionisio Coronel, Andrés Benítez Ruiz Díaz, y Felipe González Soley para la elaboración de este capítulo.

* Versión revisada y actualizada del capítulo "Paraguay en el FLAR", incluido en el libro *Construyendo un Fondo Latinoamericano de Reservas: Los 35 años del FLAR*, abril 2015.

El Paraguay es un país de economía pequeña y abierta, por tanto expuesto a los *shocks* derivados de cambios que se producen en el mundo, tanto los positivos como también los negativos. El proceso de aprendizaje de convivir en un mundo globalizado y más interconectado se hizo sentir con fuerza en Paraguay desde mediados de los años noventa. Los constantes cambios en la economía regional y mundial fueron transmitidos al Paraguay principalmente a través de los flujos de capitales, los términos de intercambio y las interconexiones del sistema financiero. Estos dinámicos cambios pusieron a prueba los mecanismos mitigadores de *shocks* con los que, por entonces, contaba el país. La experiencia fue aleccionadora. El sistema económico necesitaba de mayores mitigadores ante *shocks* negativos y de mejores amplificadores que potencien los positivos. El camino recorrido para lograr satisfacer la exigente demanda de la población de mejoras en su calidad de vida es el correcto, pero aún queda mucho por transitar. Muchas debilidades detectadas en la política económica ya fueron abordadas, y otras se hallan en curso.

El país vigorizó el proceso de ordenar su macroeconomía hace doce años, proceso que formalmente arrancó a finales del año 2003, con la firma de un acuerdo precautorio con el Fondo Monetario Internacional. Los resultados del fortalecimiento macroeconómico se resumen en mejoras de las cuentas fiscales y un panorama más seguro para iniciar la migración de la política monetaria a un esquema de metas de inflación, iniciativa que se formalizó en el 2011, es decir, ocho años más tarde.

Sin variar su esquema vigente de presión tributaria, se pasó a un proceso de mayor inclusión de contribuyentes para mejorar los ingresos fiscales (IVA 10%, impuesto a las corporaciones 10% y, desde el 2012, impuesto a la renta personal 10%). Adicionalmente, se mejoró y ajustó el Presupuesto General de la Nación, a través de un proceso de priorización y justificación de los gastos, además de buscar el perfeccionamiento del desempeño institucional por medio del fortalecimiento organizacional en diferentes dependencias.

El trabajo de construcción de mecanismos que ayuden a mitigar los *shocks* negativos y amplificar los positivos que benefician al país es permanente. En este contexto, ya rigen la Ley de Responsabilidad Fiscal, aprobada en el 2013, para orientar el comportamiento del fisco en el mediano y largo plazo, y la Ley de Participación Público-Privada, para ampliar y modernizar la infraestructura necesaria y reducir los costos de transporte y logística. A esto se le suma la supervisión constante del sistema financiero local; el mantenimiento de niveles de endeudamiento público relativamente bajos; el tipo de cambio flexible en un único mercado libre, y el sistema de precios de bienes y servicios que responden a la oferta y la demanda de mercado, por enumerar los principales.

Luego de un lapso de inestabilidad política que se inició en 1998 y se agudizó entre 1999 y el 2002, en agosto del 2003, con la asunción de un nuevo Gobierno constitucional, resultado de elecciones ciudadanas directas, se recuperó la situación

de estabilidad. Asumieron las autoridades con objetivos prioritarios de mejorar el bienestar de la población mediante el combate a la pobreza extrema. Iniciaron así un periodo acelerado de ordenamiento institucional para mejorar la gestión pública.

Entre las primeras reformas financieras, caben destacar: la creación del Fondo de Garantía de Depósitos, que otorga cobertura a los depositantes pequeños para precautelar sus fondos, y la creación de la Agencia Financiera de Desarrollo, una banca de segundo piso que aglutinó a varias instituciones que tenían objetivos y fines muy similares bajo un mismo paraguas para evitar duplicación de esfuerzos y facilitar la coordinación. Esto último propició el ambiente para generar créditos a mediano y largo plazos (inexistentes en el pasado reciente) y que hoy día han logrado sobrepasar los diez años de plazo, en moneda doméstica.

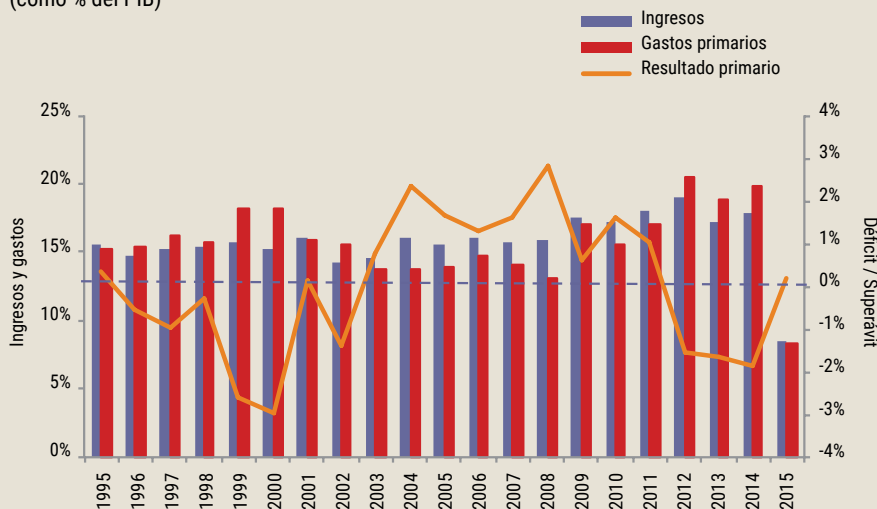
El proceso paraguayo para realizar este tipo de reformas se debió, en primer lugar, al logro de un consenso amplio de varios sectores. Se firmó en 2003 una Agenda Interinstitucional entre el Poder Ejecutivo, el Poder Legislativo y los partidos políticos, con objetivos claros para contribuir al desarrollo del país. Algunas de las reformas que se han implementado gracias a este acuerdo fueron: la reforma de la Caja Fiscal (sistema de pensiones público), para eliminar paulatinamente el déficit fiscal; la adecuación fiscal antes comentada; el código aduanero; la reestructuración de la deuda pública; el gerenciamiento de la banca pública, y un sistema de control de las empresas públicas. Al mismo tiempo, se firmó un acuerdo con bancos y financieras locales para la reprogramación de la deuda interna.

El pilar perfeccionado: la Ley de Responsabilidad Fiscal

En 2013 se promulga la Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF), considerada una herramienta esencial para reforzar el marco de la política macroeconómica. La misma se convierte en un pilar fiscal efectivo y transparente, con la cual se limitan los gastos corrientes a topes predeterminados y se promueve una política fiscal más predecible en el mediano plazo. La LRF se vuelve efectiva a partir del presupuesto del 2015.

Como se observa en el GRÁFICO 1, el Paraguay logra revertir el resultado fiscal deficitario a uno superavitario de manera consecutiva por varios años (del 2004 al 2011), sin aumento en los niveles de impuestos, resultado de las reformas de gestión y de nuevas legislaciones tributarias y aduaneras, en un proceso de mayor orden interno y consistencia en la política macroeconómica de largo plazo.

Gráfico 1
Resultado primario del Gobierno central
(como % del PIB)



Fuente: Banco Central del Paraguay (datos a junio de 2015).

A partir del 2015, con la LRF se explicitan las nuevas reglas de juego para el gasto público, como así también el nivel de déficit del presupuesto, coherente con un nivel de endeudamiento manejable de mediano plazo. Las reglas son simples de entender y adecuadas para proteger la sostenibilidad fiscal en el mediano y largo plazo. En términos resumidos, LRF explicita que el déficit del gobierno central no puede superar 1,5% del PIB, techo que puede ser modificado por el Congreso de la Nación hasta el 3% del PIB en casos excepcionales, y el déficit medio, para tres periodos presupuestarios consecutivos, no puede superar el 1% del PIB. La LRF señala, además, que el gasto primario corriente del sector público tiene un límite. La tasa de crecimiento de dicho gasto no puede superar el 4% más la inflación.

El pilar monetario: las metas de inflación

La opción que tiene un banco central para desplegar su marco de política monetaria depende, en gran medida, del objetivo que apunta alcanzar, de los desafíos que la economía doméstica experimenta y de la estructura del mercado financiero en el que opera. Por factores, es de esperar que el marco de política monetaria cambie en el tiempo, acompañando los desarrollos de la economía doméstica y del sistema financiero internacional.

El régimen de tipo de cambio es esencial para economías pequeñas y abiertas como la nuestra, la cual ha experimentado en la última década importantes movimientos de flujos de capitales (tanto de entrada como de salida) y una mayor interconexión financiera con la economía global. Si bien este resultado es alentador para las necesidades de financiamiento público como privado, una mayor interconexión financiera genera nuevos desafíos para la política monetaria.

En general, los bancos centrales de economías en desarrollo se han desprendido del objetivo de controlar la cantidad de dinero como marco de su política monetaria. Este proceso de desprendimiento coincide con la evolución y la madurez del sistema económico en dichos países. Como es sabido, la efectividad de mantener la inflación en rangos tolerables, controlando la cantidad de dinero, depende de la estabilidad de la función de la demanda por dinero y de la relación estructural entre agregados monetarios y variables macroeconómicas, entre otras cosas.

Sin embargo, la experiencia internacional demuestra que esta relación estructural tiende a desplazarse o moverse en la medida que el sistema financiero se desarrolla. El resultado final es que los agregados monetarios son cada vez menos efectivos para mantener la inflación, tal como se desprende de la experiencia histórica de la política monetaria en países desarrollados. Por este motivo, los países desarrollados abandonaron los agregados monetarios para el control efectivo de la inflación y lo mismo sucedió con varios países en desarrollo, como el Paraguay.

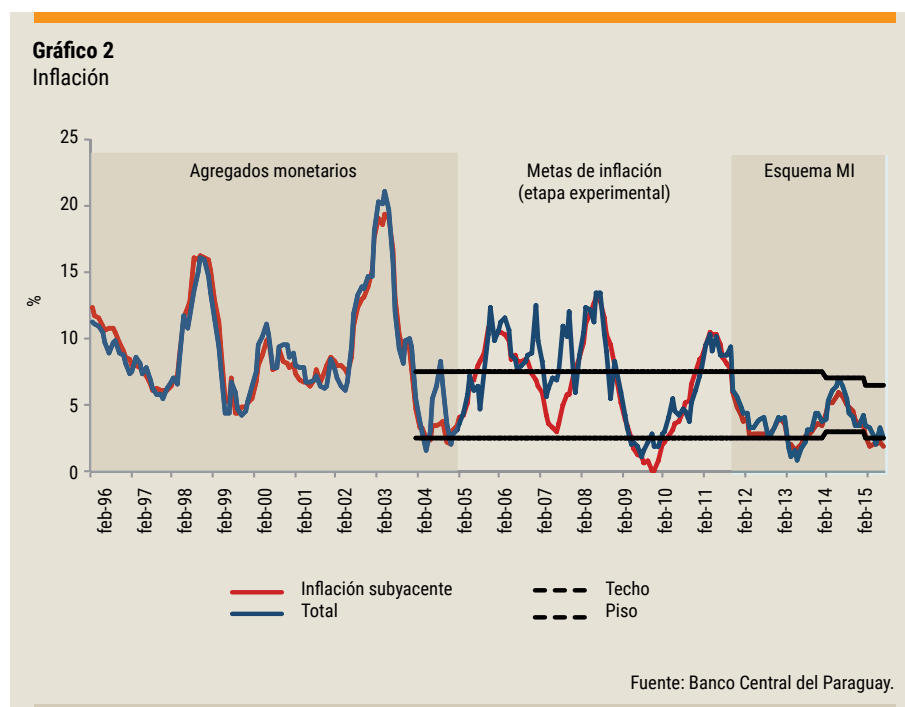
En la actualidad, un gran número de bancos centrales optaron por un marco de política monetaria conocida como *metas de inflación*. Bajo este esquema de trabajo, la tasa de interés de corto plazo es el principal instrumento de política monetaria, ejecutada por los bancos centrales a través de las operaciones de mercado abierto, con la finalidad de controlar la liquidez en la economía.

Es así que en 2011, luego de varios años de estudios y asimilación de la experiencia regional e internacional, el Banco Central del Paraguay comunica el inicio de la implementación de un esquema de metas de inflación. En ese tiempo se estableció como tasa objetivo una inflación del 5%. Hoy, dicho objetivo es más ambicioso y beneficioso para el buen funcionamiento de la economía, ya que la meta de inflación se sitúa en 4,5%.

Con la adopción del esquema de política monetaria se refuerza el compromiso de cumplimiento del mandato legal de la banca central de velar por la estabilidad del nivel general de precios en todo momento. También cumple con el propósito de establecer una comunicación más fluida con los diferentes agentes económicos y ayuda a transparentar el proceso de toma de decisiones de política monetaria. Con el respaldo y la colaboración de organismos multilaterales y de bancos centrales de la región, se logró implementar con éxito en Paraguay este nuevo esquema de gestión de la política monetaria.

Se puede observar en el GRÁFICO 2 la trayectoria de la inflación, bajo un esquema de agregados monetarios; luego, bajo el esquema de metas de inflación (de manera experimental), y, a partir de 2011, bajo un esquema de metas de inflación explícita.

En esta serie, cuyo lapso abarca aproximadamente dos décadas, se observa que la volatilidad de esta variable se reduce en el último quinquenio. La acción comunicacional de la banca central se refuerza paulatinamente y las bondades del pilar monetario son mejor comprendidas por los agentes económicos.



Con toda seguridad, la banca central continuará su proceso de adaptación a los desafíos que enfrenta la economía en el tiempo. En ese sentido, vale recalcar los importantes desafíos abordados durante la última década tanto por el sector público como el privado, en temas tales como el fortalecimiento del sistema financiero y la promoción de una mayor inclusión financiera. Estos canales son de gran importancia para lograr un mayor bienestar de los agentes económicos y una mayor efectividad de la política monetaria.

El fortalecimiento del sistema financiero¹

El trabajo de construcción de mecanismos que ayuden a mitigar los *shocks* negativos y amplificar los positivos que beneficien al país es permanente, y esto también se visualiza en lo sucedido durante la última década. De acuerdo con los programas de evaluación del sector financiero realizados por organismos internacionales especializados y cuyos reportes son publicados generalmente cada cinco años (conocidos por las siglas FSAP²), el Paraguay fortaleció su sistema financiero público y privado sistemáticamente.

La primera evaluación fue realizada en 2005 y la segunda en 2010. Un hecho significativo en el ámbito de la supervisión es el reconocimiento que logró el país al incrementar su nivel de cumplimiento del 17% al 63% en los 25 principios básicos de Basilea para una supervisión bancaria efectiva. Estos 25 principios básicos se refieren a buenas prácticas internacionales que supervisores en todo el mundo buscan alcanzar a fin de minimizar los riesgos inherentes del negocio financiero y de esa manera proteger la relación ahorro-inversión tanto privada como pública, sea esta local o internacional, que resulta crucial para el crecimiento económico.

Este novedoso programa permite a muchos países, tanto desarrollados como en desarrollo, identificar las fortalezas y debilidades de sus sistemas financieros. Con la globalización, dichos sistemas están cada vez más conectados e interdependientes y, por lo tanto, requieren de una unidad de medida estándar a nivel global. Esta unidad de medida permite hoy la comparación objetiva entre diferentes sistemas financieros.

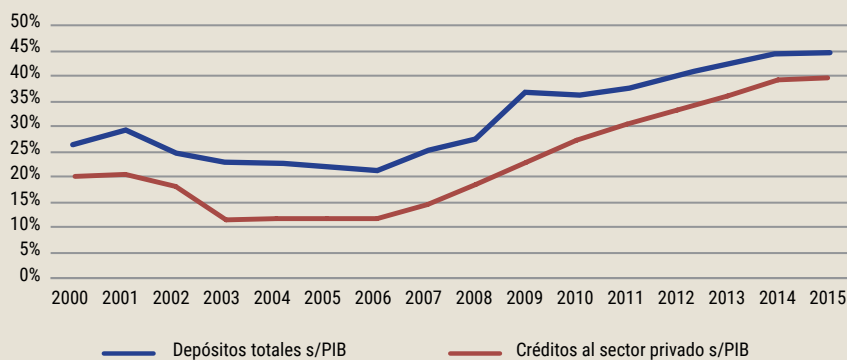
En este sentido, la Superintendencia de Bancos impulsó una serie de reformas en la última década con la finalidad de mejorar la calidad y eficacia del proceso de supervisión y del marco regulatorio de las entidades bancarias en el país. Este proceso de reformas se ajusta a las buenas prácticas internacionales y busca preservar la estabilidad y solvencia, en todo momento, de los agentes que operan como intermediarios financieros.

Como se puede observar en el GRÁFICO 3, la evolución del crédito al sector privado y los depósitos recuperan su dinamismo a partir de 2007. Las normas prudenciales y los esquemas y las técnicas de supervisión que se ajustaron luego de la experiencia de los noventa permiten hoy alcanzar niveles nunca antes experimentados de mayor profundización financiera. Esto se refleja en un sistema financiero sólido, estable y en continuo crecimiento.

1 Versión revisada y actualizada del documento de trabajo "Política monetaria y medidas macro prudenciales". 2012.

2 Financial Stability Assessment Program.

Gráfico 3
Profundización financiera



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Luego de la aleccionadora experiencia de los noventa con el sistema financiero, el país puso en marcha sustantivas reformas en la regulación y supervisión. Importantes leyes fueron promulgadas y muchas medidas aplicadas en este sentido, todas ellas conducentes a respaldar y proteger los activos financieros de las personas y las empresas y fomentar el normal funcionamiento económico.

El canal natural de transmisión del ahorro a la inversión y el consumo es el sistema financiero. En este sentido, se internalizaron en la legislación nacional las mejores prácticas internacionales para el monitoreo y control permanente del sistema financiero. Se aplicaron normas prudenciales en el manejo de los riesgos, se adoptaron recomendaciones del Comité de Basilea y se reforzó la idea de que el ente supervisor fuese un órgano técnico especializado y con autonomía, para el mejor cumplimiento de sus funciones.

El incremento del 17% al 63% en el nivel de cumplimiento de los 25 principios básicos para una supervisión bancaria efectiva es la manifestación del firme convencimiento que la economía del país tiene más oportunidades de progreso y prosperidad con intermediarios que optimizan los recursos, es decir, pueden prestar a menores costos y pagar más por los ahorros, en un marco de seguridad y solvencia.

A lo anterior se le suma el Plan Estratégico del Estado Paraguayo contra el lavado de activos y el financiamiento del terrorismo, oficializado a mediados de 2013. Dicho plan se enmarca dentro del proceso de mitigación de *shocks* negativos. Las principales vulnerabilidades detectadas por el Grupo de Acción Financiera de Sudamérica (GAFISUD), organismo regional que forma parte del Grupo de Acción Financiera (GAFI), durante sus evaluaciones fueron: debilidades en la penalización del delito de lavado de activos, la inexistencia de un marco jurídico que penalice el financiamiento del terrorismo y las limitaciones en el número de sujetos obligados a dar cumplimiento a las normas preventivas.

Debido a estas vulnerabilidades detectadas en sucesivas rondas de evaluación, en el 2008, el país fue llevado a una incómoda *lista gris* que afectaba la integridad del sistema financiero. Sin embargo, la reacción de los tres poderes del Estado no se hizo esperar y se inició un proceso de mitigación de dicho riesgo.

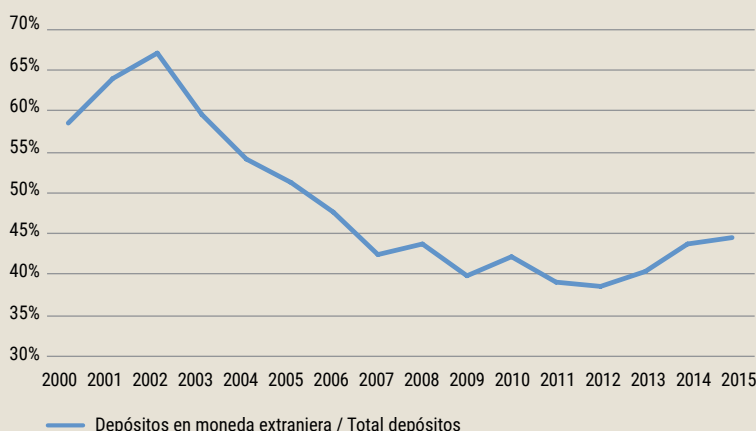
Entre las principales medidas adoptadas se citan la modificación del Código Penal Paraguayo, la ampliación del catálogo de delitos procedentes del lavado de dinero, la modificación de la estructura de la SEPRELAD y la promulgación de la Ley que tipifica las conductas de terrorismo y financiamiento del terrorismo. Para el 2012, el Paraguay fue excluido de la lista gris. Esto repercutió positivamente en el sistema financiero y confirmó el compromiso tanto público como privado de resguardar la integridad del sistema financiero nacional en todo momento.

Un repaso amplio de algunos ratios del sistema financiero señala que la mayoría de los indicadores de solvencia han mejorado sustancialmente. Así, el ratio de morosidad del 11,5% observado en 2005, disminuyó al 2,6% a mediados de 2015. Igualmente, de una previsión de cobertura de la cartera morosa del 81,6% verificado en 2005, se ha logrado incrementar en 112,7% a junio de 2015.

Los niveles de eficiencia financiera siguieron siendo confortables, pues el promedio de 27,1% de rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) en 2005 se mantuvo prácticamente constante al 26,9% a junio de 2015.

Asimismo, se observa un menor riesgo de hoja de balance, teniendo en cuenta que, en el 2005, el sistema financiero empezó con una exposición del 54% a riesgos cambiarios y para mediados de 2015, esa exposición no supera 44%, como se observa en el GRÁFICO 4.

Gráfico 4
Desdolarización del sistema bancario

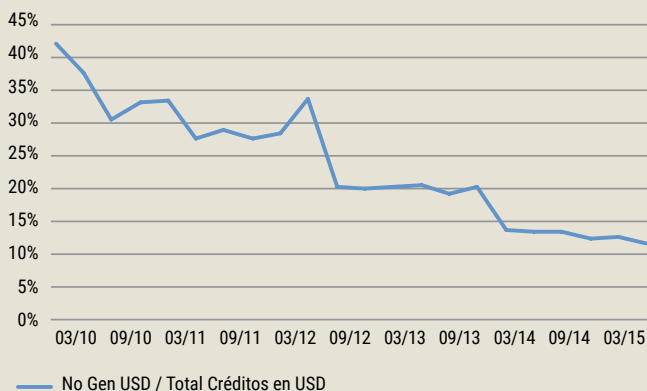


Fuente: Banco Central del Paraguay, Anexo Estadístico.

Si bien la disminución en la exposición aún parece mantener un alto grado de dolarización, esta alta tasa se debe a la cobertura natural de empresas cuyos ingresos y costos, como la agricultura y la ganadería, se encuentran principalmente en dólares americanos.

Por lo tanto, al analizar el crédito de empresas no generadoras de dólares sobre el total de créditos del sistema bancario, se puede observar cómo el riesgo de descalce va disminuyendo en los últimos años y, actualmente, solo afectaría como máximo a un 11,6% de los préstamos en la moneda americana, como se puede apreciar en el GRÁFICO 5.

Gráfico 5
Créditos en moneda extranjera a empresas no generadoras de dólares



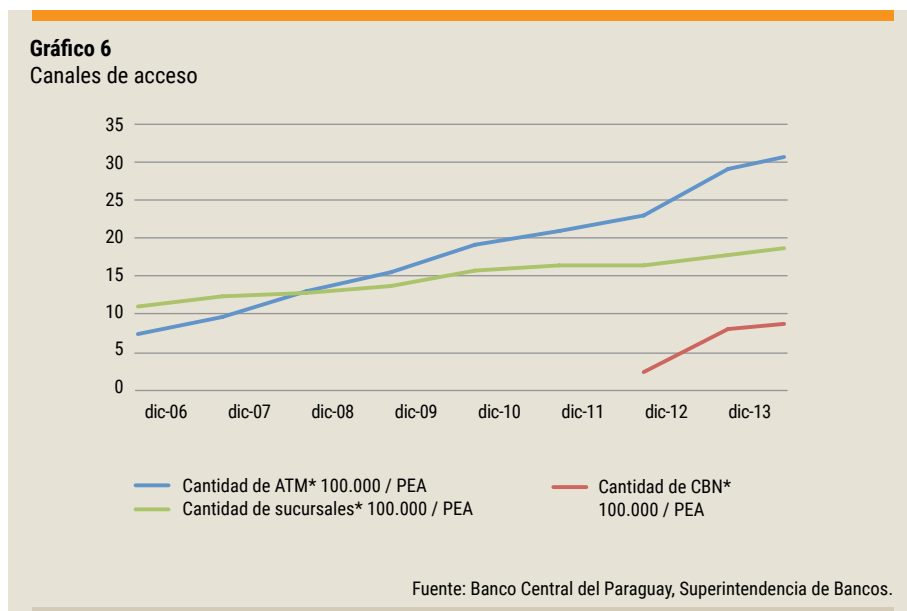
Fuente: Banco Central del Paraguay, Superintendencia de Bancos.

Este indicador es relevante para el país, debido al grado de apertura comercial y financiera de Paraguay. Recordemos que los constantes cambios en la economía regional e internacional fueron transmitidos al país, principalmente, a través de los flujos de capitales, los términos de intercambio y las interconexiones del sistema financiero. En ese sentido, un buen manejo de los riesgos cambiarios mitiga las vulnerabilidades en la hoja de balance de las familias y empresas.

La inclusión financiera

La inclusión financiera, en el marco de la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera, se ha definido como el “acceso y uso de una gama completa de servicios financieros de calidad, en forma oportuna, conveniente, informada y con un costo accesible, bajo una regulación apropiada que garantice esquemas de protección al consumidor y promueva la educación financiera para mejorar las capacidades financieras y la toma de decisiones racionales por parte de los segmentos de la población”.

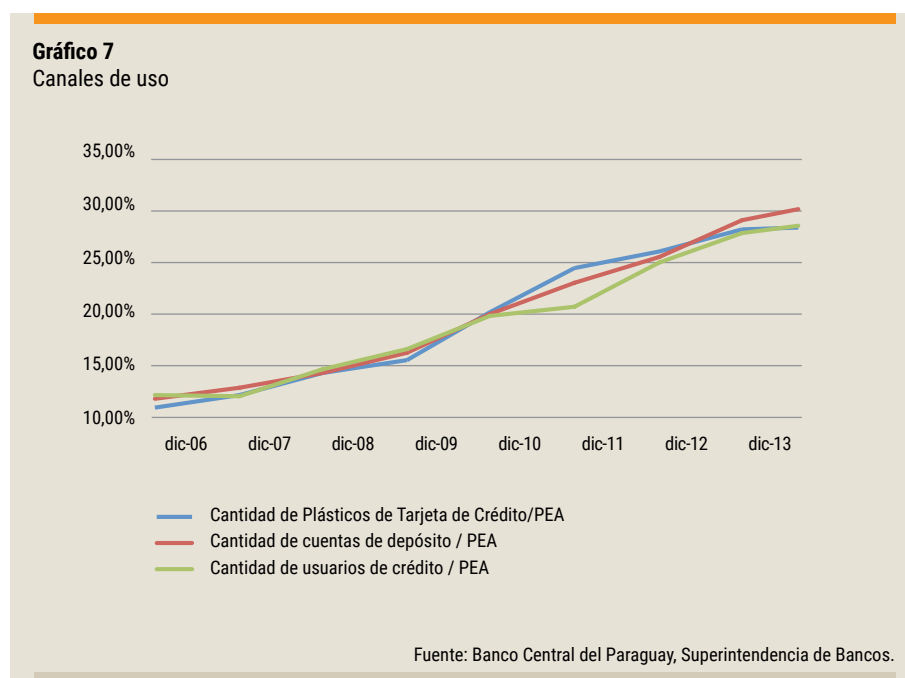
Como se puede apreciar en el GRÁFICO 6, la profundización del sistema financiero ha venido de la mano con la ampliación de los canales de acceso. Se puede observar la ampliación de los canales de acceso principales al sistema financiero como son los cajeros automáticos (ATM), corresponsales no bancarios (CNB) y sucursales bancarias.



Así, el primero de ellos que representa la cantidad de ATM por 100.000 personas, dividido por la Población Económicamente Activa (PEA) ha tenido un crecimiento de 342% durante el periodo analizado, seguido por las sucursales con un crecimiento de 72% y, por último, los corresponsales no bancarios que, aunque representan una menor proporción dentro de los canales de acceso, ha tenido un crecimiento considerable durante los tres últimos años.

En este sentido, la Superintendencia de Bancos, a través de la Intendencia de Inclusión Financiera, ha venido trabajando arduamente para cumplir con la meta de monitorear el desarrollo de los servicios financieros de calidad a toda la ciudadanía. El esfuerzo ha sido medido a través de dos enfoques. Por un lado se tiene la oferta de productos y servicios financieros generalmente llamados canales de acceso como el observado en el GRÁFICO 6, y por el otro lado, la demanda de dichos servicios o indicadores de uso.

Asímismo, al analizar los canales de uso, se puede apreciar un crecimiento más parejo entre sus principales componentes que los observados en los canales de acceso, los cuales han pasado de 11,6% en promedio a un 29% a finales del 2014, es decir, un crecimiento del 150,3% en un periodo de ocho años.



Aunque lo observado en estos datos dan una pauta y apoyo al proceso de profundización financiera, aún queda mucho por realizar. Es por eso que el Banco Central, en colaboración con el Ministerio de Educación y Cultura (MEC), coordina actividades con el fin de fomentar la comprensión de los temas económicos, financieros y regulatorios.

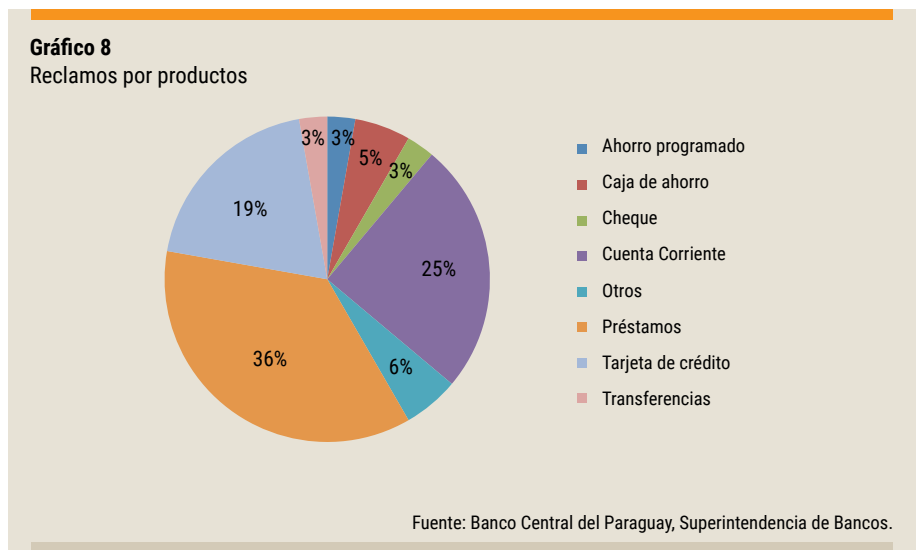
En ese sentido, gracias al acuerdo alcanzado por el MEC y el BCP en un Convenio Marco de Cooperación Interinstitucional firmado en 2010, se desarrolló un plan de capacitación a maestros en temas relacionados con la educación eco-

nómica y financiera. Algunos de esos temas fueron el rol del dinero y del crédito, presupuesto financiero, conceptos de política fiscal y monetaria, y gasto público e impuestos.

Durante este período iniciado en el 2010, la banca central ha tenido el privilegio de trabajar con un importante número de docentes en los departamentos de Alto Paraná, Amambay, Canindeyú, Caaguazú, Itapúa y Central. Además, con la intención de medir el grado de incidencia de las capacitaciones, la Intendencia de Inclusión Financiera ha tomado mediciones *ex ante* y *ex post* de los cursos otorgados bajo el citado convenio, encontrando en todos los casos una recepción positiva de los temas abordados³.

Por último, y para mantener y proteger a las personas que han sido incluidas en el sistema, el BCP y la SIB han puesto énfasis en la atención de reclamos por parte de los usuarios del sistema financiero a fin de proveer asesoría y mayor poder de negociación al individuo frente a las entidades financieras.

Los temas más comunes han sido los relacionados a préstamos, cuenta corriente y tarjetas de crédito, como se puede apreciar en el GRÁFICO 8, los cuales han impulsado la creación de un proyecto cuyo objetivo primario se enfoca a la provisión de mayor información acerca de los productos financieros ofrecidos.



³ El grado de absorción de los temas varía de acuerdo con los departamentos capacitados en los últimos años, según el Informe de Inclusión Financiera – Diciembre 2014.

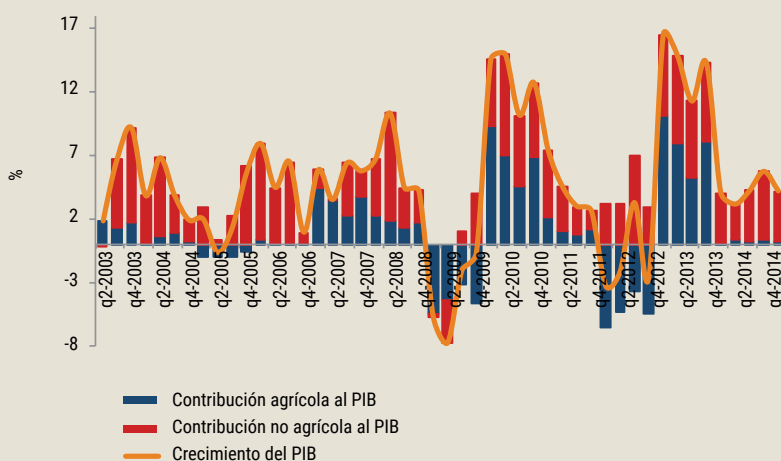
Velar por la transparencia en el cumplimiento de las relaciones comerciales o contratos que los clientes firman con las entidades financieras no es trivial. La protección al consumidor de productos financieros a través de la creación de una unidad destinada a la recepción y procesamiento de reclamos, la resolución de controversias y la protección del consumidor es importante para fomentar un desarrollo más armónico del sistema financiero inclusivo. La evidencia señala que en países con bajo acceso a los servicios financieros, el nivel de pobreza y de desigualdad es mayor. A esto se suma el hecho de que la política monetaria tiene una mayor capacidad de transmisión en la medida que más agentes participen del sistema financiero.

La volatilidad de la economía: un desafío

Durante la última década, se experimentó una importante volatilidad en el Producto Interno Bruto (PIB) en Paraguay, originada en gran medida por el cambio climático. El sector agrícola, cuya participación es relevante en el PIB, soporta importantes volatilidades derivadas de las sequías así como de las inundaciones que impactan de gran manera en el desempeño de este sector, tal como se puede observar en el comportamiento del PIB en los años 2009 y 2012 respectivamente (GRÁFICO 9).

Gráfico 9

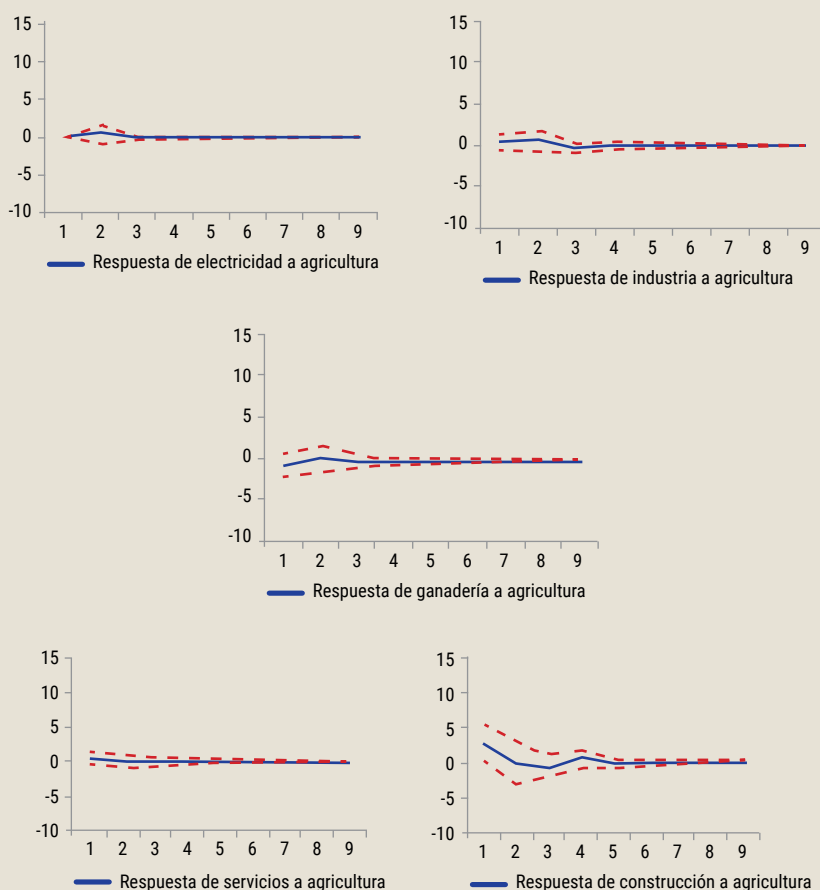
Comportamiento del Producto Interno Bruto



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Sin embargo, dicha volatilidad en el PIB no se extendió con fuerza al resto de la economía por el relativo bajo efecto derrame del sector agrícola. Basándonos en una reciente presentación del presidente del Banco Central del Paraguay⁴, se ilustra a continuación una serie de gráficos que indican la respuesta de diferentes sectores económicos como la electricidad, la industria, la ganadería, los servicios y la construcción ante *shocks* en la agricultura (GRÁFICO 10).

Gráfico 10
Efecto derrame del sector agrícola sobre otros sectores
(Período 2003-2013)



Fuente: Banco Central del Paraguay.

4 Carlos Fernández Valdovinos, Paraguay: *Walking towards investment grade, May 2014.*

En ese sentido, la Ley de Participación Público-Privada, aprobada en 2013, responde a una lógica de ampliación y modernización de la infraestructura del país, necesario para mitigar la volatilidad del PIB en el mediano plazo.

Proyectos de carreteras, puentes, redes eléctricas, sistemas modernos de irrigación de suelo, mejoramiento de la logística, aeropuertos, entre otros, apuntan a la mitigación de la volatilidad del PIB a través de una mayor diversificación de la economía y la generación de valor agregado en aquellos productos que hoy gozan de altos niveles de competitividad. Con esta nueva herramienta, se pretende reducir los costos de transporte y logística, fomentar la integración física de los mercados de bienes y servicios y, generar las condiciones para la mayor diversificación de la economía.

Esta nueva herramienta no está libre de riesgos y, en ese sentido, las autoridades fiscales trabajan en la ampliación de la debida capacidad institucional para gestionar proyectos de gran porte, a fin de obtener adecuados retornos económicos y gestionar cuidadosamente los riesgos fiscales.

Conclusión

El trabajo que a nivel nacional viene realizando el sector público, acompañado por el sector privado, está dando frutos positivos. La continua mejora del Paraguay detectada por calificadoras de riesgo internacional, corrobora que esta década de mayor crecimiento económico y mayor estabilidad es una conquista de la sociedad. El arreglo institucional para la estabilidad fiscal, la inflación baja y la solvencia del sistema financiero, fueron avances significativos para aprovechar la coyuntura de auge de la economía internacional y para proyectar el crecimiento futuro de la economía.

La consistencia y persistencia de la política económica, la cual es aplicada por un período de tiempo largo, genera un mayor grado de confianza por parte de los agentes económicos tanto nacionales como extranjeros. Son ellos, finalmente, quienes asumen voluntariamente la decisión de inversión y expansión de los negocios en nuestro país y, por tanto, los mayores generadores de empleo y riqueza.

Este proceso lo arrancaron varios países del mundo en diferentes momentos. Observando lo sucedido en la región, encontramos ejemplos alentadores en economías como las de Chile, Colombia, Perú y Uruguay. En estos países, el proceso en la aplicación de las políticas económicas lleva más de dos décadas, y en ellas encontramos resultados positivos. Tanto los indicadores económicos como los sociales mejoraron. El caso paraguayo lleva poco más de una década de camino

recorrido en el trabajo del constante perfeccionamiento de las herramientas que ayuden a mitigar los *shocks* negativos en la economía y amplificar los positivos.

El fin último es promover la mayor satisfacción posible, con los recursos disponibles, a la exigente demanda de la población, que clama por mejoras en su calidad de vida.

Bibliografía

BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY (2014). *Informe de Inclusión Financiera - Diciembre 2014*. Asunción Paraguay.

CORVALÁN, J. (2012). *Política monetaria y medidas macro prudenciales*. Banco Central del Paraguay, Asunción.

FERNÁNDEZ, C. (2014). *Walking towards investment grade*. Asunción: Banco Central del Paraguay.



Coordinación de las políticas monetaria y fiscal

Daniel Correa Ramírez

En coautoría con Humberto Colman y José Tello.
Se agradece el valioso apoyo brindado por Rolando Sapriza,
Rodrigo Franco y Juan Galeano.

Introducción

En el contexto actual, con varias economías de la región en proceso de desaceleración, e inclusive de recesión, la acción de las políticas macroeconómicas toma protagonismo. En el caso del Brasil, su política fiscal y monetaria tiene actualmente un perfil claramente contractivo, mientras que en otros países, como el nuestro, las tasas de interés se han reducido. Estos cambios en la política macroeconómica buscan atenuar una coyuntura determinada, cuyo impacto se advierte en el corto plazo. Pero también hay un rol de la adecuada combinación de políticas macroeconómicas en la explicación del crecimiento y, sobre todo, en la justificación de la estabilidad.

El tema de la adecuada combinación de políticas o, más sencillamente, la coordinación de políticas macroeconómicas, ha recibido la atención de la investigación económica. Desde el punto de vista teórico, habría ganancias potenciales de eficiencia mediante la coordinación de políticas macroeconómicas, lo cual llevaría a la curiosidad, desde el punto de vista empírico, de si las políticas han estado coordinadas y se han orientado hacia la estabilidad macroeconómica en el Paraguay. En primer término habrá que responder la pregunta de si efectivamente ha existido coordinación, para después evaluar si, empíricamente, hay efectos significativos.

Al presentar un relato sobre la acción de las políticas macroeconómicas en el Paraguay, se pueden extraer evidencias del grado de coordinación y orientación de las mismas hacia el crecimiento y la estabilidad registrado en el periodo de poco más de una década, culminado en el 2014. En particular, se sostiene que el “set de políticas macroeconómicas ha contribuido a la estabilización de la economía en el periodo 2003-2014”. Y, al respecto, se muestra evidencia histórica y econométrica que permite sostener tal hipótesis de trabajo.

Este documento contiene una revisión bibliográfica donde se resalta el efecto de las políticas macroeconómicas en la estabilidad. Posteriormente se presenta un esfuerzo de caracterización de las políticas monetaria y fiscal en el periodo 2003-2014, lo cual permite valorar tales características institucionales y la posición de las políticas en diferentes momentos del ciclo económico. En función del relato histórico previo, se presenta una estimación empírica sobre el grado de orientación y coordinación de las políticas, para culminar con algunas consideraciones finales enfocadas hacia donde deberían apuntarse en materia de coordinación institucional.

Efecto de las políticas sobre la estabilidad

Las políticas macroeconómicas pueden tener un impacto en la estabilidad y el crecimiento en el largo plazo. Si las políticas tienen credibilidad y márgenes de maniobra, pueden ayudar a suavizar el ciclo económico en el corto plazo y subir la pendiente positiva del Producto Interno Bruto Real en el mediano plazo. Y si a esto se suma una buena coordinación de las políticas, entonces el impacto de su acción se refuerza y amplifica. Por lo tanto, la coordinación de políticas podría reducir la severidad de los *shocks* sobre la economía y contribuir al bienestar.

Antes de abordar los aspectos más relevantes de la literatura económica sobre la coordinación de las políticas, es necesario esbozar las diferentes dimensiones de la coordinación. En primer término, es conveniente anunciar que el foco estará puesto en la política fiscal y en la monetaria. Al respecto, la coordinación de políticas económicas puede darse a nivel de los grandes objetivos (crecimiento económico, inflación), pero también al nivel de la implementación de medidas prudenciales mediante sus instrumentos.

La coordinación al nivel de los objetivos puede darse en la enunciación política o legal de los objetivos institucionales. El Banco Central tiene, generalmente, el objetivo de estabilidad de precios o de la moneda, mientras que el Ministerio de Hacienda busca la sostenibilidad fiscal o de la deuda. En este caso, se puede decir que hay una coordinación de objetivos, dado que ambas instituciones apuntan a establecer un ancla para la estabilidad macroeconómica.

Que las políticas estén coordinadas no siempre implica que los cambios en sus instrumentos estén directamente correlacionados, sino que podría también existir una correlación inversa coordinada. Esto es, normalmente, cuando hay mayor gasto público discrecional y una baja de tasa de interés de política monetaria: claramente las dos políticas podrían estar coordinadas en pos de objetivos comunes y con instrumentos correlacionados con la misma orientación. Sin embargo, una política fiscal contractiva (menor gasto discrecional), que se implementa a la par de una política monetaria expansiva, también puede ser el resultado de acciones coordinadas, pues, en este caso particular, busca acomodar una consolidación fiscal de forma que no genere presiones sobre la tasa de interés doméstica y los flujos de capitales.

En cuanto al tratamiento del tema en la literatura económica, uno de los trabajos más citados es el de Blinder (1982), en el cual se cuestiona si una mayor coordinación de política monetaria y fiscal tiene efectos sobre la actividad económica. Para responder esta pregunta, se considera como punto de partida la necesidad de una cabal comprensión de los efectos que tienen las políticas sobre la economía. Al mismo tiempo, estas políticas generalmente se trazan para alcanzar

ciertos objetivos sobre algunos indicadores que luego son influenciados a través de instrumentos.

A pesar de lo que decía Tinbergen (1952)¹, Blinder afirma que para una coordinación efectiva de política sería más conveniente contar con más instrumentos que objetivos. Pero al contar con más instrumentos que objetivos, también puede haber menor interés de coordinación, puesto que hay espacio para un manejo independiente de las políticas, lo cual no sería el caso en la presencia de pocos instrumentos a disposición de cada hacedor de política. Esto apuntaría a una situación de escasa coordinación o a una falta de ella, lo cual, de todos modos, puede no ser tan mala si se considera que si cada política sigue sus propios objetivos, tales objetivos estarían jugando con la función de reacción del oponente.

En cuanto al tipo de coordinación, es importante aclarar que los hacedores de política tienen diferentes objetivos y concepción referentes a los efectos de los instrumentos fiscales y monetarios sobre la economía. En particular, cada uno tiene su propia lectura sobre el funcionamiento de la economía, así como sus modelos para evaluar el impacto de sus políticas.

La reciente literatura acerca del efecto de la política fiscal en la determinación del nivel de precios dio lugar a la teoría fiscal de nivel de precios o Fiscal Theory of Price Level (FTPL), que indica cómo el superávit primario real y la deuda nominal son fundamentales para lograr la estabilidad de precios y, por ende, la estabilización macroeconómica. De hecho, podría sostenerse en base a experiencias de países de la región que el ancla fiscal (o su ausencia) ha sido determinante fundamental de los resultados en materia de estabilidad macroeconómica y del nivel de precios.

Leeper (1991), Woodford (1994), Sims (1994) y Cochrane (1998), entre otros, han colaborado con la FTPL coincidiendo en que la política monetaria sola no provee la estabilidad requerida del nivel de precios de una economía y, en ese lugar, supone que una interacción de políticas (monetaria y fiscal) es necesaria para preservar la estabilidad. Esto tiene relación con el manejo del crédito interno que el Banco Central provee a la economía y, en la medida en que se tenga conocimiento del plan fiscal en materia de ingresos, gastos y financiamiento, se facilitaría la acción y efectividad de la política monetaria. Esto tiene mucho sentido en países en desarrollo como el Paraguay.

Los promotores de la FTPL consideran que es la política fiscal la que debe actuar primero estableciendo una senda discrecional para el gasto y los impuestos, obligando así a la política monetaria a gestionar la senda de endeudamiento que conlleva la elección de la autoridad fiscal, ajustando también la senda del señoreaje. Esta situación es considerada como un régimen no ricardiano, en el sentido de que la mayor información y previsibilidad sobre la actuación de la política fiscal no resulta en desplazamientos del ahorro privado.

1 Son necesarios, al menos, tantos instrumentos como objetivos para el logro de los objetivos de política.

La diferencia fundamental con el enfoque convencional de política monetaria radica en la ecuación inter-temporal del presupuesto del gobierno, que indica que el valor de la deuda pública es igual al valor futuro de los ingresos netos. Por citar, Sala (2004) considera que en Estados Unidos entre los años 1960-1979, existía un régimen no ricardiano donde la política fiscal determinaba el nivel de precios internos. Así, antes de la FTPL, el análisis de la interacción entre la política monetaria y fiscal era incompleta e indicaba la necesidad de coordinar políticas, incluso cuando el Banco Central se compromete con una regla de tasa de interés, el pasivo total del gobierno juega un rol importante en la determinación de precios.

Canzoneri y otros (2011) mencionan que la interacción entre la política monetaria y fiscal era pensada anteriormente como un juego no cooperativo entre el Banco Central y el Gobierno, donde cada uno tenía su prioridad referente a los niveles de inflación, crecimiento, entre otras variables. Sin embargo, esto ha cambiado y actualmente la pregunta es: ¿qué nivel de coordinación de política monetaria y fiscal es necesario para proveer un ancla nominal estable dentro de la economía? Además, hacen una revisión positiva y normativa de la relación existente entre ambas políticas.

Desde el enfoque positivo, los juegos no cooperativos entre el Gobierno y el Banco Central han dado paso a un análisis de los requerimientos de política monetaria y fiscal necesarios para proveer un ancla nominal estable. En el enfoque normativo, las soluciones cooperativas han dado paso a la asignación de Ramsey, el cual no provee una simple caracterización de política óptima, puesto que, por ejemplo, no se especifica si la política fiscal óptima es ricardiana o no ricardiana.

Dentro de este trabajo se cita la investigación de Schmitt-Grohe y Uribe (2007), quienes hacen mención de cuatro conclusiones fundamentales: 1) el bienestar bajo reglas optimizadas es virtualmente idéntico al bienestar bajo solución de Ramsey (solución descentralizada); 2) la política fiscal óptima es pasiva; 3) la tasa de interés debe reaccionar fuertemente ante la inflación, y 4) la tasa de interés debe ignorar la producción (la tasa óptima es cero o cercana a cero), donde una fuerte reacción a la brecha del producto está asociada con una significativa pérdida de bienestar. La política fiscal óptima es pasiva cuando la autoridad fiscal puede recurrir a impuestos *lump-sum* (de suma fija); bajo una política fiscal activa, la solvencia se logra mediante *shocks* en el nivel de precios que actúan como impuestos *lump-sum* o subsidio a la tenencia nominal de activos.

En cualquier caso, las políticas macroeconómicas pueden jugar un rol importante en la estabilización de la economía. En particular, con la implementación de las políticas de desarrollo sería conveniente la coordinación de políticas macroeconómicas para potenciar la consecución de objetivos relacionados con la mejora del bienestar. Ciertamente los requerimientos para una efectiva coordinación pueden ser muy exigentes, con lo cual también puede haber espacio para resultados óptimos sin la presencia de coordinación o con juegos no cooperativos.

En el caso particular de los países de la región, incluido Paraguay, la política económica normalmente tiene menos grados de libertad, menos instrumentos independientes y menos efectividad por el grado de desarrollo relativo menor. Esto implica que los beneficios de la coordinación pueden ser mayores, con lo cual se requiere un diálogo institucional activo, así como el fortalecimiento de los canales de comunicación tanto internos como externos, para potenciar el impacto de las políticas.

Historia macroeconómica reciente

La historia macroeconómica reciente del Paraguay tuvo periodos marcadamente diferentes. Durante la primera parte de la década del noventa, un crecimiento modesto, y durante la segunda mitad hasta el 2003, un crecimiento casi nulo. Desde el 2003 y hasta el 2014, se tiene una nueva tendencia de crecimiento económico, con un promedio anual del 4,8%. Al margen de la reciente mayor volatilidad del crecimiento, se podría decir que el periodo 2003-2014 ha sido el periodo de crecimiento con estabilidad de precios más largo de la histórica reciente del Paraguay.

Hay factores externos que explican el buen desempeño, como la mejora de los términos de intercambio en 0,6% anual en el citado periodo², así como las bajísimas tasas de interés internacionales. Todo esto ha resultado en un influjo de capitales hacia las economías de la región, así como hacia el Paraguay, lo cual ha permitido fortalecer los fundamentos macroeconómicos y se ha aprovechado en mejorar el desempeño de los principales indicadores económicos. En este sentido, el nivel de reservas internacionales se ha elevado en más del 7,5 puntos porcentuales del PIB entre el 2003 y el 2014 (hasta el 22,4% del PIB en el 2014), así como la carga de la deuda pública externa se ha reducido en 25,6 puntos porcentuales del PIB (hasta el 12,0% del PIB en el 2014) y se ha incrementado el nivel de intermediación financiera en la economía (el crédito subió al 39,4% del PIB en el 2014).

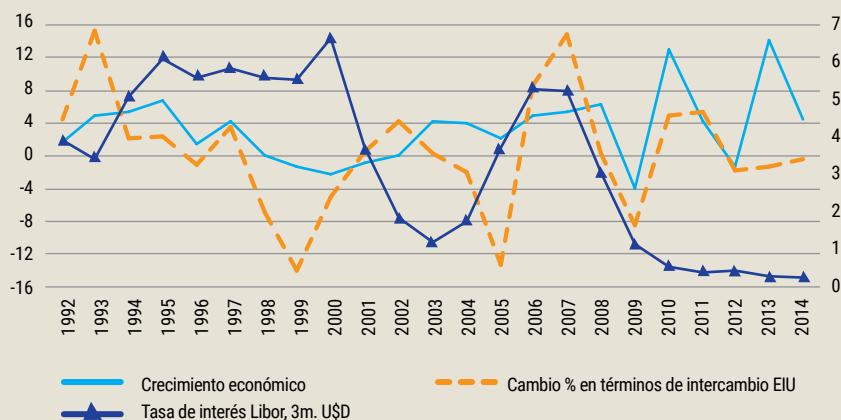
Y también hay factores internos que explican el periodo de estabilidad con crecimiento del 2003-2014. Se destaca entre tales factores internos la correcta administración del ciclo económico por el lado del gasto, con lo que se abona la hipótesis de este trabajo de que “el set de políticas económicas aplicadas durante poco más de la última década (2003- 2014) ha contribuido positivamente a la estabilidad macroeconómica, lo cual ha fomentado el crecimiento”.

Lo anterior implica que las políticas macroeconómicas, tanto la fiscal como la monetaria, han sido contracíclicas durante todo el periodo de interés (2003-2014).

² Datos de The Economist Intelligence Unit.

Esto es un cambio significativo si se recuerda que típicamente los trabajos previos han mostrado evidencia de políticas pro cíclicas en la región y en el Paraguay, lo cual tiende a empeorar el escenario macroeconómico.³

Gráfico 1
Evolución del crecimiento económico, los términos de intercambio y la tasa de interés internacional



Fuente: Elaboración propia con el Banco Central del Paraguay y The Economist Intelligence Unit.

Se habla del *set de políticas* puesto que se han tenido diversas combinaciones de políticas fiscales y monetarias. En determinados momentos, fue una coordinación de las políticas explícitas y directamente correlacionadas, tanto en los objetivos como en los mismos instrumentos. En otros momentos, se ha dado una acomodación de un lado con una política más restrictiva del otro, lo cual también se daba en un contexto de coordinación explícita de las políticas.

En determinados momentos de la coyuntura macro, puede que la restricción de acción (política fiscal) de una de las políticas haya sido compensada por la mayor flexibilidad de la otra (política monetaria). De todas formas, dado los mandatos legales explícitos y los resultados efectivos, se puede sostener que ha existido una coordinación directa e implícita en los objetivos últimos de las políticas (fiscal y monetaria), lo cual en varios momentos se ha traducido en una coordinación explícita en la aplicación de los instrumentos de política.

En la presente sección, se realiza una revisión de los datos contrastada con las medidas de política macroeconómica para determinar el grado de coordinación y, posteriormente, se revisan aspectos más puntuales de coordinación.

3 Banco Mundial (2013).

Evidencia reciente sobre coordinación de políticas

A continuación se realiza un análisis de las políticas macroeconómicas aplicadas en el periodo 2003-2014, sobre la base de evidencia gráfica de las variables macroeconómicas. Para este análisis, es necesario utilizar datos de alta frecuencia de la economía, de manera de mostrar con mayor precisión los cambios de políticas macroeconómicas y la coordinación de las mismas. En particular, se presenta la evolución de la brecha de capacidad o producción (BRECHA y), así como variables que en buena medida ilustran las decisiones en materia de política fiscal y monetaria.

Dada la hipótesis de trabajo, el estudio se centra en el periodo 2003-2014, empleando para el efecto datos trimestrales de la economía paraguaya. Para el caso de la brecha de capacidad, se utiliza la serie del PIB real –sin agricultura anualizada, desestacionalizado y su tendencia– el cual reflejaría en mejor medida la situación del ciclo económico. Para evaluar los cambios discrecionales en la política fiscal, se emplea la serie del Resultado Fiscal Primario (RP) de la Administración Central, anualizada y corregida por el efecto del ciclo económico. Mientras que, como medida de política monetaria, se utiliza una serie del rendimiento promedio o tasa de interés (TI) de los Instrumentos de Regulación Monetaria (IRM).

Al revisar la evolución del crecimiento trimestral, se observa en el GRÁFICO 2 un mayor crecimiento en un contexto de estabilidad de precios en el último periodo considerado (2003-2014). De hecho, en 1998T1-2003T2, se tuvo un crecimiento promedio negativo del 1,6%, mientras que en el 2003T3-2014T4, se tuvo un promedio de crecimiento interanual del 4,6%. Y este mayor crecimiento se dio con estabilidad de precios, puesto que en el periodo reciente la inflación interanual promedio fue del 6,1% (2003T3-2014T4), mientras en el periodo anterior fue del 9,9% (1998T1-2003T2).

Un aspecto que merece destaque especial es la contribución de la política fiscal a la estabilidad macroeconómica del último periodo. Se podría decir que la política fiscal tuvo una contribución estructural y otra cíclica a la estabilidad del citado periodo y, en todo caso, la contribución de la política fiscal a la estabilidad macroeconómica ha sido clave para sentar las bases del crecimiento del citado periodo.

La contribución estructural tiene relación con que durante casi todo este periodo se han generado superávits fiscales, lo cual estructuralmente ha permitido reducir la presión sobre el crédito interno (relacionado con la liquidez estructural del sistema) para el Banco Central del Paraguay y, por tanto, ha derivado en menores costos para la política monetaria y hasta quizás ha resultado en mayor eficiencia en sus intervenciones en el mercado. Desde el punto de vista cíclico, en determinados momentos la política fiscal ha actuado decididamente en el sentido de contribuir a la estabilización del gasto interno de la economía, como se mostrará más adelante.

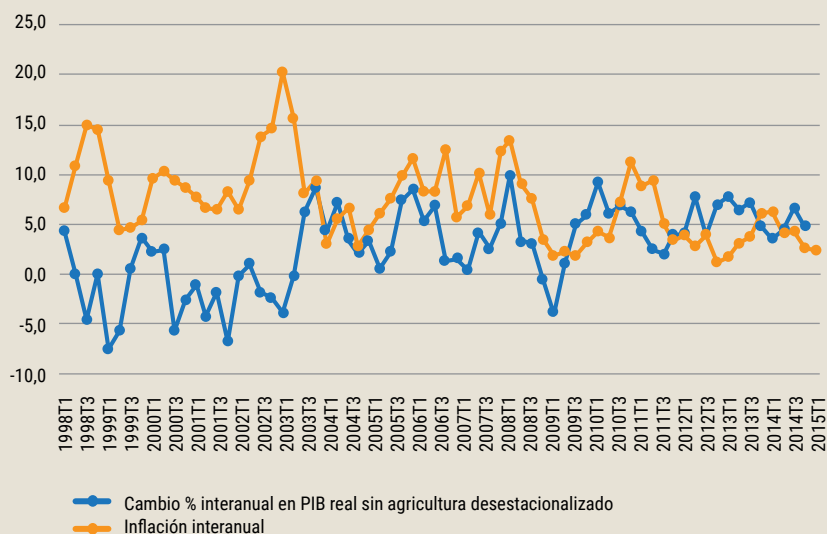
En el GRÁFICO 3 se visualizan la brecha del producto no agrícola y las variables de política fiscal y monetaria. Se pueden identificar eventos muy claros de coordinación de la política macroeconómica orientada a la estabilización, los cuales se explican seguidamente.

Al inicio de nuestro periodo de análisis, entre el 2003 y el 2004 se registran dos hechos bien marcados: se lleva adelante el acuerdo o plan Stand By con el Fondo Monetario Internacional (FMI), y, por otro lado, se introduce la Ley 2421 de Reordenamiento y Adecuación Fiscal con el objetivo de ampliar la base de contribuyentes y transparentar la Administración Tributaria. En este periodo se destaca el acomodo monetario de la contracción fiscal durante gran parte de la vigencia del programa Stand By con el FMI. Durante el primer año del citado programa, se tuvo una fuerte caída del gasto primario real desestacionalizado, lo cual llevó a un creciente resultado fiscal primario positivo durante el 2003 y 2004.

La implementación del programa Stand By con el FMI constituye un punto de inflexión en materia de resultados fiscales, puesto que a partir de ahí empiezan a generarse superávits fiscales, lo cual se interrumpió recién en el 2012. De hecho, a partir del citado periodo se consolida en el Ministerio de Hacienda (MH) el manejo con criterios técnicos, privilegiando la consecución de resultados superavitarios, de manera de reducir la carga de la deuda y establecer un ancla fiscal para la estabilización macroeconómica.

Gráfico 2

Evolución trimestral del crecimiento económico y la inflación



Fuente: Elaboración propia con datos oficiales.

Asimismo, hay un hecho importante que destacar en el mismo periodo, que tiene relación con el inicio de facto de un nuevo régimen de política monetaria: la implementación del esquema de metas de inflación. En particular, el Banco Central del Paraguay empieza a declarar explícitamente un objetivo para la inflación del 5% anual, con un desvío aceptable del 2,5% y a utilizar la tasa de interés de los Instrumentos de Regulación Monetaria (IRM) de menor plazo como referencia o instrumento de política. A partir de este periodo, se pueden interpretar o leer los cambios en los rendimientos de IRM como señales más claras de las decisiones de política monetaria.

Justamente entre el 2003 y 2004, se dio una significativa reducción de la tasa de política monetaria desde niveles superiores al 20% a inicios del 2003 a solo el 4,1% a fines del 2004. Se podría sostener que hubo una normalización de la política monetaria, así como un acomodo monetario de la contracción fiscal que evidentemente formaba parte de un paquete coordinado de medidas. Esto implica que en este periodo hubo medidas coordinadas de políticas tanto fiscal como monetaria, lo cual se articuló en el marco del programa con el FMI.

Como se pudo ver en los gráficos anteriores, la economía consolida un sostenido crecimiento económico desde el 2003, lo cual, si bien tiene relación con un contexto externo más favorable, también se puede atribuir a una gestión coordinada de las políticas macroeconómicas en el marco de un programa económico que se ganó la credibilidad del mercado.

Posteriormente, con la recuperación de la economía, el gasto empezó a generar presiones inflacionarias desde inicios del 2005, con lo cual se dio un ajuste contractivo de la política monetaria, con algún rezago en cuanto a su nivel de ajuste. El rendimiento de los IRM de corto plazo pasó de 4,8% en 3T-2005 al 10,5% en 4T-2006. La política monetaria contractiva buscaba reducir las presiones inflacionarias que se observaron durante ese periodo de brecha positiva del producto (2005-2006), el cual, en cierta medida, tenía relación con un aumento de los créditos financiados con aumentos de depósitos (originados en inlujos de capitales). De todas formas, la inflación interanual llegó al 9,9% en el 4T-2005 y al 12,5% a finales del 2006, debido, en parte, a la suba del precio internacional de los alimentos.

En cuanto a la política fiscal, durante el mismo periodo (3T-2005 / 4T-2006) la misma fue más bien neutral, puesto que el resultado primario cíclicamente ajustado no registró un cambio significativo en relación con los promedios de desvío estándar de toda la muestra. Sin embargo, hay que recordar que la política fiscal seguía generando superávit primarios y globales, aportando una contribución estructural a la estabilización.

Posteriormente, entre fines del 2006 y hasta el primer semestre del 2007, se dio un revés de la brecha del producto, que se volvió negativa, indicando claramente una desaceleración económica, confirmada con tres trimestres consecutivos de crecimientos muy bajos del PIB trimestral. Esto se daba con una inflación que

convergía dentro del margen de tolerancia del objetivo inflacionario hasta el cierre del segundo trimestre del 2007.

La reacción de la política monetaria fue bajar el rendimiento o tasa de interés de sus IRM de corto plazo, con el propósito de mantener una política contracíclica. La baja de la tasa de interés de política fue más de 6 puntos porcentuales entre mediados del 2006 y mediados del 2007. En ese tiempo, el indicador del resultado fiscal primario cíclicamente ajustado se mantenía sin mayores cambios, indicando una posición fiscal claramente neutral.

Normalmente, para la política fiscal operan mayores restricciones para su actuar que en el caso de la política monetaria. Justamente, en el citado periodo las cuentas fiscales y las finanzas públicas estaban en un proceso de consolidación, con poco margen para hacer política contracíclica. De todas formas, este fue un episodio de una desaceleración transitoria, que no significó una pérdida en materia de crecimiento, quizás en parte gracias a la oportuna reacción de la política monetaria. De hecho, el Banco Central se ocupa no solo de la inflación sino también de la estabilización del PIB con los instrumentos que tiene.

Seguidamente, la economía recuperó su senda de expansión desde mediados del 2007 y hasta mediados del 2008, la cual esta vez se daba con presiones inflacionarias, al punto que algunos analistas mencionaban que la economía se encontraba sobrecalentada. En particular, el crecimiento interanual del PIB, sin agricultura, llegó al 10% al segundo trimestre del 2008, con una brecha del producto positiva que alcanzó 1,9% del PIB y una inflación que llegó al 13,4% interanual en el mismo periodo. Por lo tanto, había presiones inflacionarias que, en parte, era reflejo del fuerte aumento del crédito (igualmente financiado con aumento de depósitos relacionados con influjos de capitales), todo lo cual requería de medidas de política macroeconómica orientadas a la contención de los precios.

La reacción no se hizo esperar y la política monetaria actuó subiendo sus tasas de referencia de los IRM en 2,7 puntos porcentuales desde el segundo trimestre del 2007 hasta el segundo trimestre del 2008. A la par, el fisco incrementó su superávit primario cíclicamente ajustado en el mismo periodo, llegando a cerca de 1% del PIB el incremento, situando así el superávit total en 2,5% del PIB. Todo esto contribuyó en la contención de las presiones inflacionarias.

Sin embargo, hay que reconocer un hecho interesante del ciclo político reciente del Paraguay, que tiene relación con los periodos de transición política pre y postelecciones. A diferencia de lo que ocurre en otros países, en el Paraguay, el gasto ha tendido a caer en periodos pre y postelectorales, lo cual, en cierta medida, sería resultado de un periodo de transición de varios meses de duración.

Justamente, a partir del tercer trimestre del 2008, se dio una fuerte desaceleración del crecimiento del gasto primario real y, consecuentemente, del resultado primario cíclicamente ajustado, que llegó a un superávit superior al 3% del PIB a fines del 2008. Es posible que el cambio de signo político haya profundizado la

situación de menor gasto que tiende a darse en la transición política de un nuevo Gobierno.

Si bien esto se podría interpretar como una política fiscal contractiva, que era necesaria dado que la brecha del producto se mantenía positiva, en realidad, esto era consecuencia del típico ciclo político electoral de la economía paraguaya.

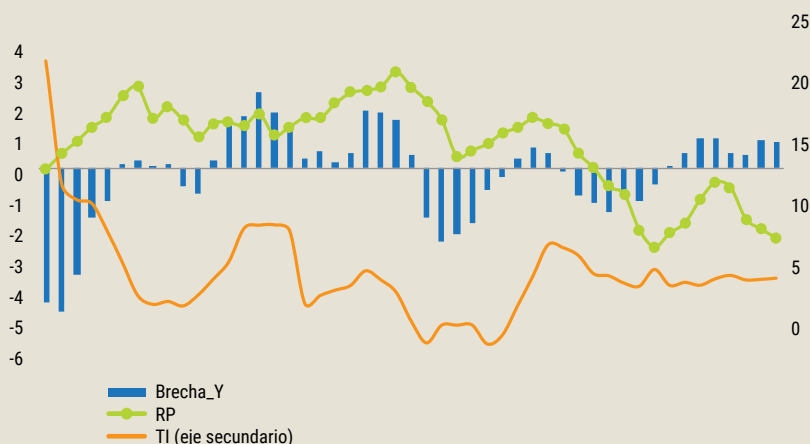
De cualquier forma, se podría sostener que seguía la contribución estructural de los superávits fiscales a la contención del crédito interno. De hecho, es justo acotar que la suba de la tasa de política monetaria del segundo trimestre del 2007 ya no llegó a niveles pre stand by ni pre 2006, debido a que el fisco estaba mejor ordenado. Por lo tanto, el menor ajuste requerido en la tasa de política monetaria es otra evidencia de coordinación.

También es importante mencionar que el aumento de la inflación del 2008 obedecía en parte al aumento de precios internacionales de los alimentos, lo cual de alguna forma fue contenido por la apreciación cambiaria del mismo periodo. En realidad, la suba de tasa de interés también podría haber contribuido en una mayor apreciación de la moneda.

Seguidamente, entre el segundo semestre del 2008 y el primer semestre del 2009, se produjeron dos eventos exógenos con un importante impacto en la economía. En el ámbito interno, una sequía que afectó fuerte y negativamente la producción agrícola, mientras que, en el ámbito externo, se desencadenaba la denominada gran recesión, que se inició con la crisis del mercado *sub prime* en los Estados Unidos de América, con un gran impacto en la economía mundial.

Gráfico 3

Evolución del gasto primario y de la tasa de interés de política monetaria



Fuente: Elaboración propia con datos oficiales.

Claramente la sequía fue la que produjo un mayor impacto, lo cual, junto con la situación internacional, derivó en una caída del PIB real del -4,0% interanual en el segundo trimestre del 2009, cifra que se confirmó para el cierre del 2009. A fines del 2009, la inflación alcanzó solo 1,8%, con lo cual había una situación que si bien tenía visos de caída motivada por factores de oferta, también vino acompañada de una retracción del gasto. Esto implicaba la necesidad de implementar un paquete de medidas anticíclicas, dado que el escenario se veía muy negativo.

La primera reacción fue en el ámbito de la política monetaria, con una fuerte reducción de las tasas de los IRM, hasta llevar su nivel promedio a solo 1% al cierre del segundo trimestre del 2009. El estímulo monetario fue acompañado por la política fiscal, mediante el paquete de medidas denominado Plan Anti Crisis. Esta política fiscal contracíclica y explícita no tiene precedentes en la historia macroeconómica reciente del país y se podría decir que después de varios años de acumular superávit fiscales y mantener las cuentas ordenadas, el Estado tuvo el espacio fiscal y las condiciones para implementar un agresivo paquete de medidas anticíclicas. No obstante, se puede notar un sesgo de prudencia fiscal, puesto que se mantuvo un resultado fiscal con superávit.

En particular, al cierre del tercer trimestre del 2009, el gasto primario real desestacionalizado registraba un crecimiento del 10% promedio durante dicho año. Esto se tradujo en un resultado primario cíclicamente ajustado que fue, de un superávit del 3,1% del PIB al cierre del 2008, a un superávit de solo el 0,4% del PIB al cierre del 2009, lo cual implicaba un estímulo fiscal anticíclico del 2,7% del PIB. Se puede afirmar, sin temor a equívoco, que la política fiscal tuvo una orientación expansiva claramente discrecional, con el objetivo de sostener o contrarrestar la caída de la demanda interna y de la brecha del producto que se volvió fuertemente negativa (-2,3% al 2T-2009).

Además, puede afirmarse que las políticas macroeconómicas no solamente estuvieron alineadas, sino, a la vez, coordinadas en pos del objetivo común de estabilización de la actividad económica. En la historia de la economía reciente del Paraguay, esta acción conjunta y coordinada de políticas macroeconómicas expansivas no encuentra comparación.

La fuerte recuperación posterior de la economía, con un crecimiento interanual del PIB real sin agricultura del 9,1% al segundo trimestre de 2010, seguramente fue el resultado de la recuperación de terreno tras la sequía en el campo, pero también de las políticas macroeconómicas expansivas. De hecho, el estímulo de demanda inyectado a la economía, junto con la suba de los precios internacionales del petróleo y de los alimentos, empezó a generar presiones inflacionarias posteriormente, con la inflación interanual llegando al 11,2% al primer trimestre del 2011.

En consecuencia de lo anterior, se distingue una clara acción contractiva de la política monetaria, con el propósito de contener las presiones inflacionarias. La

tasa de interés pasa del 0,9% en el 2T-2010 al 1,6% y luego al 4,0% durante el 4T-2010; esta política de aumentos en la tasa de interés, que podría decirse fue algo rezagada⁴, se mantuvo durante el 2011 y llegó al 8,9% en el 2T-2011. Las presiones inflacionarias y el objetivo del Banco Central de mantener la inflación en torno al 5%, fueron el fundamento de esta posición más restrictiva de la política monetaria.

Al mismo tiempo, la política fiscal contribuía con un mayor superávit fiscal. De hecho, el gasto público primario real desestacionalizado se había desacelerado significativamente, con un crecimiento promedio de solo 0,4% entre el tercer trimestre del 2010 y el primer trimestre del 2011. Y por lo tanto el resultado fiscal primario cíclicamente ajustado registró un mayor superávit, pasando de solo 0,6% del PIB al cierre del primer trimestre de 2010, al 1,6% del PIB de superávit un año después en el primer trimestre del 2011. Esta es una contracción fiscal efectiva de 1% del PIB, la cual fue la respuesta de política esperada y debe haber contribuido significativamente a la contención de las presiones inflacionarias.

Esta es otra combinación o set de políticas que fueron claramente contracíclicas y, sobre todo, coordinadas, o cuanto menos alineadas en pos de un objetivo común. Este ejemplo, así como el del plan anticrisis y del previo programa stand by con el FMI son casos en los que ha existido una correlación directa en la instrumentación de las políticas macroeconómicas, con objetivos claramente comunes, todo lo cual refuerza y tiende a confirmar la hipótesis del presente trabajo de que el “set de políticas macroeconómicas ha contribuido a la estabilización económica en el periodo 2003-2014”. Es necesario reiterar que estas políticas macroeconómicas han sido contracíclicas, lo cual es significativo considerando el pasado de políticas pro cíclicas.

Un avance institucional importante se produjo en 2011 con la ratificación formal por parte del Banco Central del Paraguay de la adopción del esquema de metas de inflación. En particular, mediante el Acta 31, Resolución del 22 de mayo del 2011, el Directorio del BCP resolvió formalmente la implementación de un esquema de metas de inflación. Esto vino a formalizar un marco de política monetaria que, en buena medida, se podría decir, ya estaba internalizado por el mercado, lo cual de todas formas fortaleció el marco institucional en ese ámbito.

Siguiendo con el análisis de las políticas macroeconómicas, se puede citar el escenario observado en el 2012. En ese año se produjo de vuelta una sequía que afectó de manera importante el crecimiento económico, con una retracción de la actividad del 1,2% al cierre del 2012. Esto tuvo su impacto en el gasto agregado de la economía, así como también, en cierta medida, pudo haber afectado los sucesos políticos que derivaron en la salida del expresidente Fernando Lugo y en la asunción del nuevo gobierno del Dr. Federico Franco.

4 Colman, H. (2012).

Aunque la brecha del producto sin agricultura registró valores negativos, la inflación alcanzó solo el 4% al cierre del 2012, valor que se encontraba por debajo de la meta oficial. Por lo tanto, no se vislumbraba una situación tan dramática como la experimentada en el 2009 o en el periodo previo al 2003, donde la desaceleración y la brecha del producto negativa fueron mucho más severas. Asimismo, las caídas de la actividad que, en buena medida, son motivadas por situaciones particulares de ciertos sectores (agricultura) plantean un dilema para la política económica. Si la caída obedece a una caída exógena de la agricultura, la cual es transitoria, entonces la política macroeconómica no necesariamente debería reaccionar, al menos no de una manera muy fuerte.

Así es que la política monetaria reaccionó con una baja moderada de la tasa de interés de los IRM, la que pasó del 8% en el cuatro trimestre del 2011 al 5,5% en el cuatro trimestre del 2012. Se podría decir que la política monetaria estuvo orientada a contrarrestar la caída de la actividad económica, dado que el objetivo inflacionario ya estaba en cierta medida blindado. Además, con un fisco más expansivo, el BCP no tuvo más espacio para una política monetaria más expansiva

Al respecto, se puede observar un fuerte aumento del gasto, lo cual llevó a un déficit fiscal del 2,0% del PIB en el resultado primario cíclicamente ajustado al cierre del 2012 que contrasta con el superávit del 0,5% experimentado al cierre del 2011. Este es un cambio sustancial y significativo, que no tiene relación con una medida discrecional de política fiscal del Poder Ejecutivo, sino con un aumento de gastos corrientes impuesto por el Poder Legislativo en la sanción del Presupuesto de Gastos de la Nación para el 2012.

Por lo tanto, si bien era deseable contar con un estímulo fiscal para contrarrestar la situación de caída de la actividad económica, esta no fue una acción deliberada de política contracíclica discrecional. Asimismo, este evento de aumento de los gastos impuestos por el Congreso significó un punto de inflexión en los resultados fiscales, los cuales pasaron de superávit hasta el 2011 a déficit a partir del 2012.

Sin embargo, no todo el déficit fiscal de fines del 2012 y de inicios del 2013 se puede atribuir a la expansión de gastos impuesta por el Congreso Nacional. En realidad, el resultado fiscal primario cíclicamente ajustado llegó a un déficit del 2,5% del PIB en el primer trimestre del 2013, lo cual parece confirmar que hubo un fuerte aumento discrecional del gasto público que explica el mayor déficit que habría sido motivado por consideraciones político electorales.

En concreto, la expansión de gastos del cuarto trimestre del 2012 y la del primer trimestre del 2013 son políticas expansivas claramente discrecionales del Poder Ejecutivo. Pero eso se dio en un momento en que la economía ya empezaba a experimentar una sólida recuperación con relación al 2012, que pudo haber exacerbado las presiones políticas sobre el gasto y los precios.

En el 2013 la economía experimentó un fuerte crecimiento económico del 14,2%, junto con una inflación del 3,7%. En esta situación era de esperar una postura más neutral por parte de las políticas macroeconómicas. Esto es lo que efectivamente se registró para el caso de la política monetaria, con una tasa promedio de los IRM que se mantuvo en 5,6% para el cierre del 2013, tasa que podría considerarse próxima a una tasa neutral, dado el resultado inflacionario. Por su parte, las finanzas públicas registraron un déficit del -1,0% del PIB en el resultado cíclicamente ajustado al cierre del 2013, lo cual se explicó previamente.

Tanto en el ámbito fiscal como en el monetario, se visualizaron cambios institucionales que han sido importantes para ir ganando credibilidad hacia la política macroeconómica. En el ámbito de la política monetaria se emitió el Acta 1 Resolución 15 de enero de 2014 y el Acta 88, Resolución 8 de diciembre de 2014, por la cual el Directorio del BCP resolvió, primero, la reducción del rango de tolerancia o intervalo para el objetivo inflacionario, y, posteriormente, la reducción del valor central del objetivo inflacionario. Actualmente la meta de inflación oficial del BCP es del 4,5% anual con un margen o rango del +/- 2%.

Además, el aumento de gastos del 2012 y el consecuente déficit fiscal generado, redujeron el espacio fiscal y los márgenes de maniobra para la implementación de políticas fiscales contracíclicas. Se podría decir que, como respuesta a esto, el Poder Ejecutivo, ya durante el gobierno del presidente Horacio Cartes, ha impulsado la sanción de la Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF). Esta ley establece metas cuantitativas o límites para el resultado fiscal y para el crecimiento del gasto corriente primario, aplicables a la elaboración y aprobación del Presupuesto de Gastos de la Nación. En particular, se estableció un límite máximo al déficit fiscal de la Administración Central del 1,5% del PIB y un crecimiento máximo del gasto corriente primario del 4% real más la inflación.

Se estableció también que el promedio de los resultados deficitarios de la Administración Central no podría ser superior al 1% del PIB en tres años. Estos límites al déficit tienen una válvula de escape que permite elevar el déficit a un máximo de 3% del PIB en un determinado año, permitido solo con autorización del Congreso Nacional sustentada en situaciones de emergencia nacional, crisis internacionales o caída de la actividad económica interna.

Además, hay otras reglas dentro de la LRF para el ajuste de los salarios públicos ligadas al ajuste del salario mínimo y a la ejecución de gastos en periodos electorales, para evitar comportamientos motivados por el ciclo político electoral.

La promulgación de la LRF, concebida en cierta forma como un instrumento para controlar el crecimiento del gasto corriente, no podría haber sido sancionada sin la consciencia clara de la sociedad sobre la importancia del manejo fiscal prudente.

Al respecto, es importante mencionar que el Presupuesto de Gastos de la Nación del 2015 ya fue elaborado en base a las reglas cuantitativas de la LRF, con el desafío adicional autoimpuesto por parte del Poder Ejecutivo de cumplir con las reglas en la ejecución del presupuesto.

Finalmente, durante el último periodo de análisis, podemos afirmar que entre el 2014 y principios del 2015, la política monetaria y la fiscal se mantuvieron neutrales, es decir, sin cambios significativos en los niveles del gasto (fiscal) y sin mayores cambios en la tasa de interés por el lado de la política monetaria. La actividad económica se mantuvo cercana a su nivel de crecimiento de tendencia o de mediano plazo, con una inflación controlada en torno a la meta del BCP.

Coordinación en la gestión de instrumentos financieros y adelantos de corto plazo

Hay evidencias de coordinación entre la política fiscal y la política monetaria que son un tanto más específicas y tienen relación con la presencia de títulos públicos en el mercado y el manejo de la liquidez. En particular, el MH y el BCP vienen coordinando sus acciones en todo lo relacionado a la colocación de instrumentos financieros (Bonos del Tesoro, Instrumentos de Regulación Monetaria) y en cuanto a la gestión de liquidez mediante los adelantos de corto plazo.

Al respecto, es pertinente mencionar el Decreto 268/2013 para la Gestión de la Deuda Pública, que conforma un equipo consultivo interinstitucional entre el MH y el BCP con el objetivo de analizar las condiciones macroeconómicas vigentes para enmarcar la política económica, monetaria y fiscal y definir estimaciones de corto y mediano plazo. Asimismo, se analizan en forma conjunta las condiciones de mercado, tanto internas como externas, para la emisión de bonos de la Tesorería General.

Este equipo interinstitucional busca coordinar la oferta de títulos públicos en todo lo relacionado a la gestión, la colocación y la definición de precios relevantes de los instrumentos de deuda pública tanto del MH como del BCP. Esto permitiría mejorar las condiciones de colocación de los instrumentos, al tiempo de minimizar impactos no deseados sobre las condiciones de mercado.

En esta misma línea, hay que destacar las sucesivas emisiones de Bonos del Tesoro en el mercado internacional, denominados como Bonos Soberanos. Detrás de la emisión de estos títulos hay una estrategia coordinada de acción entre el MH y el BCP en relación con la promoción y negociación con los inversores internacionales. El éxito de las emisiones, a juzgar por las condiciones en la que fueron colocados los US\$ 1780 millones de Bonos Soberanos hasta el 2015, es otra señal clara del buen manejo y la coordinación de la política macroeconómica.

A diferencia de muchos países de la región, el Banco Central del Paraguay puede otorgar créditos de corto plazo al Ministerio de Hacienda, denominados

adelantos de corto plazo. Esta es una figura establecida en el Art. 286 de la Constitución Nacional de la República, la cual ha sido especificada en la Ley 489/1995 Orgánica del Banco Central del Paraguay y en la Ley 1535/1999 de Administración Financiera del Estado. En estas leyes se ha establecido el límite del préstamo de corto plazo que el BCP puede otorgar al MH: hasta el 10% de los ingresos tributarios estimados para ese ejercicio o hasta el 1% del Presupuesto de Gastos de la Administración Central para ese ejercicio fiscal.

El objetivo de esta herramienta es cubrir el déficit temporal o estacional de caja de la Tesorería Nacional, de manera de estabilizar el gasto público. Dada la historia fiscal y macroeconómica, esta herramienta podría haber sido utilizada y hasta abusada en cualquier otro país de la región, donde en la mayoría de los casos está directamente vedada esta posibilidad. Sin embargo, en el Paraguay esta herramienta ha sido utilizada prudentemente y con mucha responsabilidad por parte de las autoridades económicas.

Si se revisa la historia desde el año 2005 hasta la edición de este libro, solo se han dado ocho operaciones de adelantos de corto plazo, con plazos de retorno inferiores, en todos los casos, a siete meses y de hasta solo un mes, dentro de los límites establecidos por la legislación. Se puede ver que hubo una mayor cantidad de operaciones en el 2013 y en el 2014, con el objetivo principal de suavizar el flujo de gastos del Estado dada la estacionalidad de los ingresos tributarios.

Esta herramienta ha sido un espacio de coordinación fina de las políticas macroeconómicas, puesto que con el conocimiento del manejo de la liquidez para las instituciones y para el Banco Central, especialmente, es más fácil la previsión de los cambios en el crédito interno de la economía y, por lo tanto, la programación financiera de las operaciones del Estado.

La experiencia de utilización de los adelantos de corto plazo es una evidencia contundente del grado de desarrollo institucional de las políticas macroeconómicas del Paraguay. De hecho que ha sido destacada la historia de manejo macroeconómico prudente y responsable del país, con lo cual este espacio de financiamiento monetario del BCP hacia el MH es una prueba más de lo afirmado.

Evidencia econométrica de la caracterización de las políticas

En este apartado se presenta evidencia econométrica que sustenta la hipótesis de que el set de las políticas aplicadas recientemente, tanto fiscales como monetarias, han estado coordinadas y las decisiones han obedecido a objetivos de estabilización macroeconómica.

Primeramente debemos señalar que una mayor estabilidad macroeconómica implica, entre otras cosas, mantener una inflación baja y con una menor volatilidad, por un lado, y, por el otro, mantener un crecimiento económico también menos volátil en torno a un nivel de tendencia.

Para analizar estas cuestiones, comenzamos por estimar a través de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) y por el Método Generalizado de Momentos (MGM)⁵, dos ecuaciones de comportamiento, una para la política fiscal y otra para la política monetaria para el periodo que abarca desde el 1T:2004 hasta el 1T:2015, durante el cual suponemos que la coordinación de políticas fue mayor que la del periodo anterior y que contribuyó a una mayor estabilidad.

La estrategia econométrica busca, por sobre todo, ser parsimoniosa, con la idea de que las funciones de reacción de caracterización de las políticas deberían ser corroboradas con un método simple como el de los MCO y con la utilización del MGM, se controlaría por las características de endogeneidad de las políticas y de la política fiscal en particular.

La función de la política fiscal

Bajo el supuesto de que la política fiscal actuó para reducir el ciclo económico (contracíclica), a través del aumento del gasto en un periodo recesivo o para reducir impuestos a fin de lograr un déficit fiscal mayor cuando la economía se encuentra en un ciclo recesivo, o viceversa, la política fiscal reduce o mantiene el nivel de gastos y/o incrementa impuestos para reducir la demanda agregada cuando la economía se encuentra en un ciclo expansivo, con lo cual se espera un resultado fiscal positivo o de reducción del déficit.

En la siguiente ecuación se determina la posición cíclica o función de política fiscal, donde el resultado fiscal primario en % del PIB (sp), ajustado por el ciclo económico, sería la variable dependiente. Mientras que como variables explicativas se toma la brecha del producto que no incluye el sector agrícola (brecha_y) como medida de la posición cíclica de la economía y, en una segunda estimación, se incluye la tasa de interés promedio de los instrumentos de regulación monetaria (ti) como medida de la posición de la política monetaria o variable de control.

$$sp = \beta_0 + \beta_1 (\text{brecha_y}) + \varepsilon \quad (1)$$

$$sp = \beta_0 + \beta_1 (\text{brecha_y}) + \beta_2 (\text{ti}) + \varepsilon \quad (1.a)$$

5 MGM aprovecha las condiciones de ortogonalidad de las variables instrumentales elegidas para obtener la combinación de parámetros que permiten minimizar la forma cuadrática de las condiciones de ortogonalidad en su versión muestral. Con este método se obtienen estimadores consistentes y con distribución asintótica normal.

En el planteamiento teórico, la brecha del producto sería la variable sobre la cual la política fiscal reacciona con el fin de obtener determinados resultados en materia de estabilización de la actividad económica. En principio, una brecha positiva del producto debería llevar a un ahorro de recursos por parte del fisco, mientras que una brecha negativa debería llevar a una política fiscal expansiva, con lo cual el signo esperado es positivo.

Claramente hay restricciones que operan en la acción de la política fiscal o en su aprovechamiento del ciclo, lo cual determinaría el valor del coeficiente. Asimismo, esta elasticidad podría tener un mayor o menor valor conforme la interacción o coordinación que se tenga con la política monetaria. Es por este motivo que en la segunda función se plantea que la decisión de política monetaria influye en la decisión de política fiscal. La significancia del coeficiente determinaría la existencia de coordinación de políticas y su signo, la correlación de las mismas.

Los resultados obtenidos se pueden visualizar en el siguiente cuadro, donde se destaca que la política fiscal fue contracíclica en el periodo de análisis. Esto se muestra con los parámetros positivos y diferentes de cero de las regresiones. Las regresiones por MCO pueden ser sospechosas de endogeneidad pero en las de MGM, esta endogeneidad está controlada y en ambas metodologías, el parámetro de la brecha del producto es positivo.

Esto implica que ante un ciclo económico negativo (brecha negativa del producto), el resultado primario se reduce por un mayor gasto fiscal que sostenga la demanda interna y/o una reducción de los ingresos tributarios. Asimismo, y lo que es más importante, esta significancia implica que la política fiscal ha contribuido o, lo que es lo mismo, ha tomado medidas activas para la estabilización de la actividad económica, lo cual por lo tanto valida la hipótesis de políticas contracíclicas comentadas en la sección precedente.

Por otro lado, al considerar el impacto de la política monetaria sobre el resultado o la posición de la política fiscal, de acuerdo a los resultados de la ecuación (1.a) y que se encuentra en la tabla 1 en la columna MCO (2) y la columna MGM (4), se comprueba que la política fiscal responde, de manera contemporánea, negativamente a la tasa de regulación monetaria. Ante un aumento de la tasa de los IRM (política monetaria contractiva), la política fiscal fue expansiva. Este resultado de políticas económicas *contrapuestas* es consistente con los periodos donde se aplicó el Programa de Stand By firmado con el FMI, donde, por un lado, la política fiscal se caracterizó por ordenar sus finanzas y obtener resultados positivos (reducción de gasto y aumento de tributos), mientras que la tasa de interés de política se redujo fuertemente en una coyuntura de brecha del PIB en torno a cero. Algo similar se produjo a finales del 2005 y todo el 2006, cuando la política fiscal se mantuvo neutral, pero la política monetaria registró incrementos en su tasa de interés en un periodo de brecha positiva del producto y presiones inflacionarias.

Tabla 1
Política fiscal y coordinación de políticas en Paraguay

Variable dependiente: Resultado fiscal primario cíclicamente ajustado				
Método de estimación: MCO y MGM				
Muestra: 1 ^{er} trimestre 2004 - 1 ^{er} trimestre 2015				
Regresores	MCO (1)	MCO (2)	MGM (3)	MGM (4)
Variable dependiente rezagada un periodo	0.982	0.972	0.845	0.825
<i>error estándar</i>	0.058	0.060	0.113	0.258
<i>p-value</i>	0.000	0.000	0.000	0.003
Brecha del producto	0.196	0.246	0.270	0.587
<i>error estándar</i>	0.059	0.079	0.065	0.107
<i>p-value</i>	0.002	0.004	0.000	0.000
Tasa de Regulación Monetaria		-0.085		-0.090
<i>error estándar</i>		0.041		0.033
<i>p-value</i>		0.044		0.011
Tasa de Regulación Monetaria rezagada un periodo		0.065		-0.169
<i>error estándar</i>		0.048		0.129
<i>p-value</i>		0.180		0.198
Tasa de Regulación Monetaria rezagada dos periodos		-0.022		-0.046
<i>error estándar</i>		0.039		0.086
<i>p-value</i>		0.585		0.601
Estadísticos				
F-test	218.283	86.077		
<i>p-value</i>	0.000	0.000		
Cusum of Squared	Estable	Estable		
Cusum Test	Estable	Estable		
J-stat			1.012	1.901
<i>p-value</i>			0.603	0.593
Número de instrumentos fuera del modelo			4	8

Nota: Los errores estándar son robustos ante autocorrelación y heterocedasticidad de los residuos (corrección HAC).

El evento de 2009, cuando la política monetaria fue expansiva y luego de unos meses la política fiscal fue también expansiva (caída del superávit primario), no es capturado por el modelo (los rezagos de la tasa de regulación monetaria no son significativos). La nula reiteración de este tipo de coordinación habría impedido su relevancia econométrica.

La función de la política monetaria

Para analizar la posición o caracterizar las acciones se estima la función de la política monetaria en el periodo de referencia. En particular, se estiman ecuaciones que permiten determinar cómo reacciona la tasa de interés promedio de los Instrumentos de Regulación Monetaria (i_t) frente a la brecha de inflación (brecha

p), a la brecha del producto sin agricultura (brecha y), y a una brecha del índice tipo de cambio real (brecha_tcr). Por último, se incluye la variable del resultado primario (rp) que explica la interacción o el impacto de la posición de la política fiscal sobre las decisiones de política monetaria.

$$\begin{aligned}
 ti &= \alpha_0 + \alpha_1 (\text{brecha_p}) + \alpha_2 (\text{brecha_y}) + \varepsilon \quad (2) \\
 ti &= \alpha_0 + \alpha_1 (\text{brecha_p}) + \alpha_2 (\text{brecha_y}) + \alpha_3 (\text{brecha_tcr}) + \varepsilon \quad (2.1) \\
 ti &= \alpha_0 + \alpha_1 (\text{brecha_p}) + \alpha_2 (\text{brecha_y}) + \alpha_3 (\text{brecha_tcr}) + \alpha_4 (\text{rp}) + \varepsilon \quad (2.2)
 \end{aligned}$$

Con esta especificación representada en la ecuación (2) se espera, por un lado, que ante una brecha positiva de la inflación, es decir, cuando la inflación se encuentra por encima de su tendencia, la autoridad monetaria reaccione elevando su tasa de interés de política y, a través de la misma, se impacte directamente en las tasas de interés del mercado y en el gasto, reduciendo así las presiones inflacionarias. Por otro lado, se espera además que reaccione ante las desviaciones de la brecha del producto, es decir, que en los ciclos expansivos o brechas positivas del producto, que generan presiones por el lado de la demanda hacia el nivel de precios, la autoridad incremente la tasa de interés de política monetaria para contener las presiones inflacionarias (y viceversa).

Adicionalmente en la ecuación (2.1) se incluye una brecha del tipo de cambio real, que trata de captar las intervenciones de la autoridad en el mercado cambiario, cuando el tipo de cambio real se desvía de sus niveles de tendencia. En cierta medida, las depreciaciones cambiarias pueden influir a través del *pass-through* sobre la inflación, a lo cual el Banco Central puede reaccionar subiendo las tasas, con el fin de contener las presiones inflacionarias.

Asimismo, en la ecuación (2.2) además de las variables anteriores, se incluye la variable que resume la posición de la política fiscal para determinar o encontrar alguna relación o impacto de ésta sobre la tasa de interés. Nuevamente, como en el caso anterior, la significancia del coeficiente implicaría la presencia de algún grado de coordinación y su signo determinaría el signo de la correlación entre las políticas. De resultar negativo el coeficiente asociado a la variable de política fiscal se tendería a validar los resultados de la sección anterior.

La política monetaria resultó ser acíclica dado que el impacto del ciclo económico no fue significativo en la explicación de las decisiones de política. Asimismo, lo anterior podría implicar que se privilegia el objetivo primario de la autoridad monetaria, lo cual de hecho se verifica en la significancia de la brecha en inflación como variable explicativa de los cambios en la tasa de política de los IRM. Sin embargo, es una política monetaria activa pues la elasticidad de largo plazo de la inflación sobre la tasa de los IRM es mayor a 1 (cuando se estima el modelo por MGM, garantizando la consistencia de los parámetros estimados). Este resultado

es importante puesto que implica que las decisiones de política apuntan a afectar la tasa real de interés.

Tabla 2
Política monetaria y coordinación de políticas en el Paraguay

Variable dependiente: Tasa de regulación monetaria Método de Estimación: MCO y MGM Muestra: 1 ^{er} trimestre 2004 - 1 ^{er} trimestre 2015						
Regresores	MCO (1)	MCO (2)	MCO (3)	MGM (1)	MGM (2)	MGM (3)
Variable dependiente rezagada un periodo	0.701	0.759	0.749	0.732	0.826	0.685
<i>error estándar</i>	0.074	0.080	0.104	0.114	0.094	0.139
<i>p-value</i>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Brecha de la inflación	0.230	0.223	0.236	0.276	0.275	0.438
<i>error estándar</i>	0.077	0.067	0.064	0.124	0.108	0.255
<i>p-value</i>	0.005	0.002	0.001	0.031	0.015	0.095
Brecha del producto	0.177	0.214	0.418	-0.090	-0.096	0.616
<i>error estándar</i>	0.268	0.226	0.287	0.347	0.347	0.550
<i>p-value</i>	0.511	0.349	0.154	0.796	0.783	0.271
Brecha del tipo de cambio real		0.055	0.054		0.053	0.042
<i>error estándar</i>		0.019	0.018		0.024	0.021
<i>p-value</i>		0.006	0.004		0.034	0.056
Resultado primario ajustado por el ciclo			-0.415			-1.290
<i>error estándar</i>			0.291			0.327
<i>p-value</i>			0.162			0.000
Resultado primario ajustado por el ciclo, rezagado un periodo			-0.326			-0.587
<i>error estándar</i>			0.252			0.265
<i>p-value</i>			0.204			0.034
Resultado primario ajustado por el ciclo, rezagado dos periodos			0.684			1.857
<i>error estándar</i>			0.336			7.760
<i>p-value</i>			0.049			0.000
Estadísticos						
F-test	41.807	35.456	22.473			
<i>p-value</i>	0.000	0.000	0.000			
Cusum of Squared	Estable	Estable	Estable			
Cusum Test	Inestable	Estable	Estable			
J-stat				6.715	6.235	6.384
<i>p-value</i>				0.243	0.182	0.172
Número de instrumentos fuera del modelo				8	8	11
Elasticidad (largo plazo) de brecha de la inflación sobre la tasa de política monetaria	0.770	0.922	0.943	1.031	1.579	1.390

Nota: Los errores estándar son robustos ante autocorrelación y heterocedasticidad de los residuos (corrección HAC).

Considerando la ecuación (2.1), en la cual incluimos la brecha del tipo de cambio real, el coeficiente asociado a esta variable resulta positivo y significativo, lo cual significa que se acepta la hipótesis que se observa la depreciación real de la moneda en las decisiones de política monetaria. Los mismos resultados se obtienen estimando la ecuación mediante MGM y, en ese sentido, cabe resaltar que el componente de productos importados en la canasta de bienes del índice de precios al consumidor (IPC) es importante, por lo cual existe un *pass-through* del tipo de cambio a la inflación.

En la tercera ecuación (2.2) se incluye el resultado primario (rp) ajustado por el ciclo, para determinar si existe alguna respuesta de la política monetaria ante cambios en la política fiscal; la variable se incluye de forma contemporánea y rezagada en uno y dos periodos respectivamente. El efecto del resultado primario, ajustado cíclicamente sobre la función de reacción del Banco Central, es negativo contemporáneamente y hasta un trimestre de rezago. Sin embargo, al segundo trimestre de rezago, la política monetaria revierte parcialmente esa *coordinación* inicial con un aumento de las tasas de regulación monetaria. Finalmente, el efecto de largo plazo de la política fiscal sobre la monetaria es negativo y toma un valor de (-0.06); estos resultados se obtienen de la ecuación MGM (3) que se encuentra en la TABLA 2.

Al respecto de los resultados anteriores, es probable que la aplicación de una política fiscal contractiva sea acompañada de una política monetaria expansiva como una manera de atenuar o acomodar el impacto contractivo sobre la demanda agregada, o, al revés, para contener el impacto sobre la demanda y los precios de una política fiscal expansiva. En cualquier caso, sería una evidencia de un grado de coordinación de las políticas, lo cual se sustenta en la descripción histórica de las decisiones de política macroeconómica, donde hubo episodios de acomodación monetaria de ajustes fiscales y situación de política monetaria activa con política fiscal neutral.

Consideraciones finales

La experiencia del periodo 2003-2014, e inclusive hasta el 2015, ha sido aleccionadora para resaltar la importancia de sentar las expectativas sobre la política macroeconómica, con políticas responsables, orientadas al objetivo de brindar bases previsibles y estables para el desenvolvimiento de los negocios. Entonces, la estabilidad económica del periodo 2003-2014 ha sido posible, en buena medida, gracias a la coordinación de políticas macroeconómicas entre el MH y el BCP.

Se han tenido experiencias de coordinación sobre la base de programas explícitos de cooperación, como el programa Stand By con el FMI, así como mediante paquetes de estímulos como el Plan Anti-Cíclico del 2009 y medidas de contención de presiones inflacionarias, como las medidas tomadas en el 2011. Asimismo, las experiencias de coordinación fina de la política macroeconómica, mediante

la cooperación en la gestión e implementación de títulos de la deuda pública, así como los adelantos de corto plazo realizados, dan cuenta de que el grado de coordinación efectivo ha mejorado sustancialmente.

Los modelos empíricos sobre la reacción de las políticas monetaria y fiscal han permitido corroborar mucho del relato histórico sobre los beneficios que han tenido la coordinación de las políticas monetaria y fiscal en materia de estabilización macroeconómica. En particular, se ha podido confirmar la posición contracíclica que han mantenido las políticas macroeconómicas durante el periodo 2003-2014, orientadas en cada caso a los objetivos últimos de estabilización y con grados de coordinación que han resultado significativos en los modelos.

Esto se ha solidificado con la adopción legal del régimen de Metas de Inflación (MI) por parte del BCP en el 2011 y con la adopción de las reglas de la Ley de Responsabilidad Fiscal por parte del MH en el 2013. Hoy día se puede decir que la política macroeconomía no solamente es explícita y conocida, sino que es creíble, dado los resultados y el manejo responsable del periodo analizado en este trabajo.

Mirando al futuro, el desafío es permitir que la estabilidad macroeconómica se convierta en crecimiento con ganancias sostenidas en el bienestar social. Para esto será fundamental preservar los equilibrios macroeconómicos y fortalecer la institucionalidad de las políticas macroeconómicas.

Actualmente el Gobierno de la República del Paraguay busca dar un mayor impulso a la inversión pública, lo cual está plenamente justificado y es necesario para cerrar brechas en materia de infraestructura física. Esto que se podría catalogar como un mayor activismo fiscal proinversión, requerirá mayor grado de coordinación de las políticas macroeconómicas, dado el objetivo complementario de fortalecer la institucionalidad de la Ley de Responsabilidad Fiscal.

Mantener las reglas que permitan anclar las expectativas sobre las políticas macroeconómicas es fundamental, pero también será importante tener la flexibilidad suficiente para adaptarse a los cambios que se pueden producir en el escenario macroeconómico. Por lo tanto, hacia el futuro hay que estar dispuestos a discutir, acordar e implementar los cambios que deberán darse en las reglas de política, así como lo ha hecho recientemente el BCP con los ajustes en el régimen de Metas de Inflación. Seguramente será también necesario revisar las reglas de la LRF, lo cual será impuesto por los cambios que se vayan dando en el contexto económico nacional e internacional, para ir mejorando la política.

En la misma línea, el siguiente paso es tener una regla de política fiscal contracíclica tomando en cuenta pronósticos del ciclo económico consensuado y también el manejo financiero de los fondos públicos ahorrados en etapas de ciclo expansivo.

Finalmente, si bajo marcos de cooperación algunas veces coyunturales y otras veces explícitos se han conseguido buenos resultados en materia de estabilización macroeconómica, entonces es imperioso avanzar hacia un mayor grado de institucionalización de los canales de diálogo entre BCP y MH.

En ese sentido, podría ser el momento oportuno de retomar la agenda de creación del Comité de Estabilidad Financiera, como un ámbito propicio para profundizar el debate sobre políticas macro prudenciales y de coordinación⁶. En la misma línea, se podría incorporar al Ministerio de Hacienda en las discusiones del Comité Ejecutivo de Operaciones de Mercado Abierto del BCP, lo cual se basa en la experiencia de otros países con metas de inflación que permiten explícitamente esta posibilidad⁷. También se podría crear un espacio técnico de discusión y comunicación de políticas del MH y el BCP, y/o ampliar el debate sobre la coordinación de políticas macroeconómicas en el ámbito del Equipo Económico Nacional.


Todas estas posibilidades que deberían evaluarse tienen la intención de fortalecer los vínculos y espacios de cooperación y coordinación, lo cual redundará en beneficio de políticas macroeconómicas que se fortalecen ganando mayor credibilidad por parte de los agentes económicos.

Bibliografía

- BANCO MUNDIAL (2013). “Growth Volatility in Paraguay: Sources, Effects, and Options”, Documento del Banco Mundial.
- TINBERGEN I. (1952). *On the theory of economic policy*, Amsterdam: North-Holland.
- BLINDER, Alan S. (1982). “Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy” NBER Working Papers 982, National Bureau of Economic Research.
- CANZONERI M., Cumby R., y Diba B. (2011). “The Interaction Between Monetary and Fiscal Policy”, *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3B: Elsevier.
- COCHRANE, J. (1998). “A Frictionless View of Inflation”. Graduate School of Business, University of Chicago.
- COLMAN, H. (2012). “Evaluación de la Política Macro con un Modelo Simple para la Economía Paraguaya”, Subsecretaría de Estado de Economía, Ministerio de Hacienda.
- LEEPER, E. (1991). “Equilibria under Active and Pasive Monetary and Fiscal Policies”, *Journal of Monetary Economics* 27.
- SALA, L. (2004). “The Fiscal Theory of the Price Level: Identifying Restrictions and Empirical Evidence”. IGIER – Università Bocconi, Working Paper n. 257, April.
- SCHMITT-GROHE, S., URIBE, M. (2007). “Optimal Simple and Implementable Monetary and Fiscal Rules”. *J. Monet. Econ.* 54. 1702-25.
- SIMS, Ch. (1994). “A Simple Model for the Study of the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy”, *Economic Theory* vol. 4, pp. 381-399.
- WOODFORD, M. (1994). “Monetary Policy and Price Level Determinacy in Cash-in-Advance Economy”, *Economic Theory* vol. 4, pp. 345-380.

6 El Comité de Estabilidad Financiera estaría integrado por las máximas autoridades del MH, el BCP, el Superintendente de Bancos, el Presidente del Mercado de Valores, el Presidente del Instituto Nacional de Cooperativismo.

7 El Ministro de Hacienda pueda participar en las deliberaciones pero sin el derecho al voto.



Coordinación macroeconómica: clave para una política monetaria efectiva

Carlos Carvallo Spalding*

El autor agradece la valiosa contribución de los funcionarios de Estudios Económicos del BCP Marcelo Diz, Samuel Cañete, Darío Ruíz Díaz y Luis Matto, para la elaboración del presente artículo.

Introducción

A nivel nacional e internacional se reconoce a Paraguay por sus logros en materia de estabilidad macroeconómica. Esta apreciación se encuentra sustentada en la evidencia de que la economía opera en el entorno de los equilibrios, tanto internos como externos, que fueron alcanzados a partir de un manejo prudente de la política fiscal y monetaria.

La contribución del Banco Central del Paraguay a la estabilidad macroeconómica del país puede ser valorada en la trayectoria de la inflación que, si bien históricamente ha sido controlada con eficacia, en el último período, ha demostrado además mayor estabilidad y previsibilidad, gracias a un proceso de perfeccionamiento de los instrumentos de política monetaria.

No obstante, para que la política monetaria sea efectiva de manera sostenible, en este artículo se plantea que es necesario que la misma *dialogue* permanentemente con el resto de la política económica, y que exista un compromiso explícito de la política macroeconómica con la estabilidad de la economía.

A partir de esta proposición, se plantea revisar conceptos y evidencias, y reflexionar acerca de la importancia de la coordinación de las políticas macroeconómicas para el logro de los objetivos propuestos por la política monetaria, centrando la atención en el caso de Paraguay.

En la literatura económica existe teoría y evidencia empírica que muestran que las políticas macroeconómicas bien coordinadas conducen a mejores resultados en términos de estabilidad económica que aquellas llevadas a cabo en forma aislada o, más aún, de manera descoordinada.

En el análisis de la historia económica de América Latina, se encuentra bastante evidencia, por demás ilustrativa, acerca de cómo varios de los países de la región han enfrentado momentos de inestabilidad económica como consecuencia de políticas macroeconómicas mal diseñadas o mal implementadas. Estos procesos, sin embargo, han generado un valioso aprendizaje que, en las últimas décadas, llevó a muchos de estos países a adoptar diversas reformas económicas e institucionales para evitar situaciones que pudieran conducirlos a desequilibrios macroeconómicos, con sus consecuencias negativas sobre la estabilidad económica y el bienestar de la población.

Un ejemplo de las medidas son las reformas legales implementadas con el objetivo de otorgar independencia a los bancos centrales y de dotarlos de instrumentos eficaces para el cumplimiento de sus objetivos prioritarios. Sin embargo, estas medidas no necesariamente implican que las decisiones que se adopten en otros ámbitos de la política macroeconómica, por ejemplo la política fiscal, no afectarán los objetivos de la política monetaria.

Más allá de los efectos de la política fiscal a partir de sus necesidades de financiamiento, aun cuando el Banco Central no se vea obligado a monetizar los déficits fiscales, de igual manera, podría encontrarse condicionado a utilizar sus instrumentos de política monetaria ante expansiones fiscales que pongan en riesgo la estabilidad de precios de la economía, vía sus efectos sobre la demanda agregada. Es por ello que se ha vuelto tan importante la discusión sobre la implementación de reglas fiscales ajustadas al ciclo, en el sentido de que las mismas tienen como objetivo disciplinar la economía política de la política fiscal, al tiempo de generar las condiciones para la implementación de políticas económicas anticíclicas.

Por tanto, si bien el tema de la interacción entre las políticas macroeconómicas, y en especial, entre la política monetaria y fiscal, es de larga data, no significa que haya perdido importancia a través del tiempo, ya que si bien en la mayoría de los países de la región se ha avanzado en el fortalecimiento de la institucionalidad económica, persisten en la actualidad ejemplos de economías en las que aún se observan falta de racionalidad o coordinación entre las políticas económicas.

En el caso particular de nuestro país, el seguimiento de su historia económica evidencia que, en largos períodos, el adecuado manejo de la política fiscal ha contribuido a mantener una inflación baja y estable, aunque también hubo periodos de relativo desequilibrio fiscal, sin mayor impacto sobre la inflación, principalmente porque se recurría preferentemente al financiamiento externo, ante la existencia de ciertos márgenes que no ponían mayormente en riesgo la solvencia del sector público.

No obstante, es importante resaltar que estos periodos configuraron también escenarios de mayor debilidad de la actividad económica, caracterizados por el crecimiento de la deuda pública acompañado de menores niveles de reservas internacionales.

Sin embargo, desde hace más de una década, el Paraguay se ha abocado a la tarea de consolidar sus fundamentos macroeconómicos. En este lapso, la media del crecimiento económico se duplicó con relación a la década 1993-2002, el balance fiscal se fortaleció, las reservas internacionales se incrementaron y los indicadores del sector financiero evolucionaron satisfactoriamente.

En este contexto, el BCP decidió dejar de lado el régimen monetario basado en el control de agregados monetarios para migrar al régimen denominado Esquema de Metas de Inflación (IT, por sus siglas en inglés).

Por otro lado, y más recientemente, otro paso significativo en materia de fortalecimiento institucional del fisco constituyó la aprobación de la Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF). Tanto el esquema de IT como la LRF, proporcionan *anclas* apropiadas para las políticas económicas y han sido de suma importancia para lograr una mayor credibilidad y, por ende, una mayor efectividad de la política monetaria.

Finalmente, cabe mencionar que con este artículo se busca aportar a la discusión acerca de la importancia de profundizar el diálogo sobre la necesidad de seguir avanzando en la construcción de una institucionalidad formal e informal de coordinación de políticas económicas, que tenga como objetivo central mantener la estabilidad económica y apuntalar un crecimiento económico estable y sostenido, al tiempo de sentar las bases para una mayor articulación entre las políticas económicas y sociales, que promuevan el espíritu emprendedor e incluyan cada vez a más compatriotas a la economía formal.

Coordinación macroeconómica y política monetaria

Si se analizan las decisiones de política económica y se observa el desempeño de la economía paraguaya, desde hace varios años, en que han alternado diferentes fuerzas políticas en la conducción del país, se puede inferir que existe un cierto nivel de consenso en el imaginario colectivo nacional, acerca de la necesidad de mantener políticas públicas que garanticen la estabilidad macroeconómica. En este marco, ha sido una constante en el discurso oficial la *macroprudencia* como condición necesaria para el crecimiento económico sostenido. Por tal motivo, se podría afirmar que la estabilidad económica y la prudencia en el manejo de los instrumentos de política, han generado consenso político y social, configurando algo así como una Política de Estado.

Aun cuando para todo Banco Central, el objetivo básico es la estabilidad de precios, y el manejo de los instrumentos de la política monetaria debe perseguir este objetivo prioritario, la tendencia actual, en particular tras la crisis financiera internacional que eclosionó en 2008, avala la idea de que la política monetaria tiene la responsabilidad, además de garantizar tasas de inflación acorde con sus objetivos meta, considerar también la necesidad de coadyuvar en el objetivo de promover un crecimiento económico sostenido y niveles de empleo adecuados.

Bajo el actual esquema de IT, al manejar la tasa de interés de referencia como instrumento de política monetaria, el Banco Central tiene la capacidad de incidir simultáneamente sobre el objetivo de inflación, en el horizonte relevante de política monetaria, y sobre el nivel de actividad económica.

En tal sentido, reglas estrictas de agregados monetarios o un esquema de bandas cambiarias, o la adopción del tipo de cambio como ancla nominal de la inflación, utilizadas en el pasado en la región, no estarían en línea con la idea de un esquema más flexible o de mayor discrecionalidad, que permita hacer en “cada coyuntura lo que corresponda para lograr una tendencia de inflación sostenible”.

considerando concomitantemente el efecto sobre la trayectoria del crecimiento del producto (Morgan, 2000 y Clavijo, 2000).

Este aspecto positivo de la política monetaria de IT también traería latente el riesgo a querer explotar una curva de Philips de corto plazo, en el sentido de estar dispuestos a sacrificar el logro del objetivo inflación, a cambio de un mayor dinamismo en el sector real de la economía por un determinado lapso.

Este potencial da cuenta del delicado equilibrio que existe entre los objetivos macroeconómicos, y de cómo dichos objetivos –y el diseño institucional– deben estar muy bien definidos y diseñados, de modo a evitar caer en inconsistencias dinámicas.

Si a la actuación del Banco Central se le suma la de los responsables de las otras áreas de política económica, se puede apreciar la necesidad de coordinación macroeconómica que debe prevalecer, a efectos del logro de los diferentes objetivos. Dicha coordinación, además de promover la confianza de los agentes económicos en las políticas, debe apuntar a que las expectativas estén correctamente alineadas, de modo a que se tomen las decisiones acertadas.

Por tanto, la sostenibilidad del objetivo de inflación depende, en forma relevante, de la existencia de los diferentes equilibrios macroeconómicos, tal como se ilustra a continuación.

El equilibrio de la demanda interna en relación al ingreso nacional no solo se manifiesta en la inflación, sino en el resultado del sector externo de la economía. Al respecto, un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, implica que la economía se estará endeudando en términos netos. Si este déficit de la cuenta corriente resulta de un fuerte impulso de la inversión, será sostenible, pero si es resultado de un desequilibrio fiscal corriente, introduce una fuente de vulnerabilidad y riesgos para la economía en su conjunto.

Asimismo, una elevada inflación conspira contra el mantenimiento de niveles de competitividad que permitan un crecimiento sostenido. Esto es, mayores niveles de inflación afectan la competitividad de la economía –aprecian su tipo de cambio real– emitiendo señales que inducen decisiones de gasto e inversión que no son compatibles con el crecimiento sostenido de una economía pequeña y abierta, y que refuerzan la existencia de déficits externos.

Bajo un esquema cambiario donde el precio de la divisa extranjera se determina en el mercado, la economía dispone de la flexibilidad cambiaria a la hora de absorber choques externos, minimizando el efecto sobre el nivel de actividad y empleo. No obstante, si no se cuidan los equilibrios macroeconómicos, en particular, el equilibrio fiscal, el efecto sobre el tipo de cambio nominal del financiamiento de la cuenta corriente, junto con las presiones inflacionarias, se reforzarán y afectarán el nivel de competitividad de la economía. En este marco, una política

monetaria contractiva que busque corregir las presiones inflacionarias, lo hará incrementando la tasa de interés, a costas de más pérdida de competitividad.

Otro de los objetivos buscados por la política económica es el de mayor bienestar social, que puede procurarse a través de políticas de ingresos que mejoren los indicadores sociales, en particular los de pobreza, indigencia y distribución del ingreso. No obstante, nuevamente, una política de ingresos que no contemple el equilibrio con las demás áreas de política macroeconómica, generaría impactos negativos sobre la competitividad, afectando, por tanto, los puestos de empleo y, a la larga, el propio salario real. A la vez, si los mayores ingresos salariales no se respaldan en mejoras de productividad, terminan siendo inflacionarios, y por tanto, no sostenibles.

Para que la economía pueda crecer en el largo plazo, con incrementos sostenibles del salario real, la clave se encuentra en los aumentos de productividad. Esta mayor productividad requiere de la coordinación de políticas de largo plazo en el área de educación, salud, logística –por citar las más críticas– pero también de fuertes inversiones reales que incrementen la capacidad productiva de la economía, e introduzcan mejoras tecnológicas y de infraestructura.

Por lo tanto, altos niveles de coordinación macroeconómica son deseables, necesarios y complementarios con el objetivo fundamental de control de la inflación.

El mantenimiento del balance fiscal y de una cuenta corriente sostenible, a través de un tipo de cambio real observado competitivo en el entorno de su equilibrio, son factores fundamentales para una política monetaria eficaz, que coadyuve a consolidar una inflación de un dígito, en un ambiente de crecimiento económico sostenido.

En este marco, la disciplina fiscal se torna de suma importancia, ya que en la medida que la política fiscal no coopere con la monetaria, elevando el ahorro primario, un tipo de cambio real que se ajuste en forma endógena, podría introducir una inconsistencia temporal entre las políticas de corto plazo y el objetivo de crecimiento sustentado en un sector exportador competitivo.

Como evidencia empírica, Valdivia y Pérez (2013) demuestran, utilizando un modelo neo-keynesiano semi estructural, cómo la coordinación de políticas macro en la región ayudaron a disminuir los choques negativos por los que pasaron las economías durante la crisis 2007-2010. Dicha coordinación¹, según los autores, ha permitido reducir la vulnerabilidad externa, responder a los choques y mitigar el contagio de la inestabilidad macroeconómica.

Esta responsabilidad en el manejo de las políticas macroeconómicas, que se observa en varios de los países de la región en los últimos tiempos, ha permitido

1 Entendida como la aplicación de políticas monetaria, fiscal y cambiaria tendiente a la estabilidad de precios.

disminuir la incertidumbre respecto a las economías domésticas, al tiempo de generar los márgenes para aplicar medidas contracíclicas que permitieron mitigar el impacto de los contagios de las crisis externas.

Existen diferentes formas de coordinar las políticas macroeconómicas, si lo que se busca es mantener el crecimiento económico cercano al potencial, en un clima de estabilidad económica. A modo de ejemplo, en Colombia el Ministro de Hacienda es quien preside la Junta Directiva del Banco de la República, siendo este un ámbito natural de coordinación macro; en Uruguay, la política monetaria es definida por el Comité de Política Monetaria (COPOM), en coordinación con el Comité de Coordinación Macroeconómica donde interactúan representantes del Banco Central y del Ministerio de Economía.

En el Paraguay, el ámbito natural de coordinación económica es el Equipo Económico Nacional (EEN), del que participan, además del Ministro de Hacienda y del Presidente del Banco Central, los ministros de Industria y Comercio, de Planificación, de Obras Públicas y Comunicaciones y de Agricultura y Ganadería.

No existe un diseño institucional óptimo. Donde sí habría una suerte de consenso, es que el mismo debe contener los principios de un marco económico sano y solvente, que incorpore como aspectos fundamentales: la estabilidad de precios, ya que una inflación baja y estable favorece el crecimiento económico al emitir señales claras para una correcta asignación de los escasos recursos de la economía, la austeridad fiscal, la flexibilización cambiaria como estabilizador automático del sector real de la economía ante choques externos e internos y la construcción de instituciones eficientes.

La eficaz coordinación de políticas económicas opera, además, en el sentido de disminuir los costos transaccionales de la economía, transmitiendo información adecuada a los agentes, facilitando los intercambios económicos y permitiendo que los riesgos de los negocios se circunscriban a aquellos derivados de la propia naturaleza de los mismos.

Por tanto, independiente del diseño institucional, lo importante es que el concepto de coordinación esté contenido en estas instituciones, de forma tal que conduzca a la concertación de políticas públicas, y que la institucionalidad informal genere el *enforcement* necesario para que las decisiones de política incorporen los objetivos de crecimiento con estabilidad económica.

La independencia de la autoridad monetaria es, en tal sentido, un aspecto de significativa importancia para la credibilidad de las medidas que se adopten (lo que favorece su efectividad), pero la consideración de la coordinación con las demás políticas, y viceversa, en el diseño de las mismas no es un tema de menor relevancia. Esta búsqueda de armonización de políticas macroeconómicas, por lo tanto, debería ser entendida a partir de un adecuado marco de relacionamiento y diálogo entre el Gobierno y el Banco Central, respetando siempre la autonomía

que la ley otorga al Banco Central, ya que la mejor contribución que la política monetaria puede realizar a la sociedad es el cumplimiento estricto de sus mandatos de mantener una inflación baja y estable y un sistema financiero sólido.²

En la medida que la sociedad asuma la estabilidad económica como una condición necesaria para el crecimiento económico sostenido, la coordinación macroeconómica que incorpore un objetivo explícito de prudencia fiscal y estabilidad de precios, condicionará que las políticas fiscal y monetaria-cambiaria de corto plazo sean consistentes con la estrategia de desarrollo de largo plazo. Además, se debe tener presente que el simple logro de una inflación baja y estable es una contribución por demás relevante para los objetivos prodistributivos y de combate contra la pobreza, que, proporcionalmente, favorece más a la población más vulnerable (Dollar y Kraay, 2000).

En síntesis, con estas reflexiones se propone ilustrar la necesidad de articular de manera transparente las políticas macroeconómicas, inclusive en un marco más amplio de coordinación de las políticas de estabilización con políticas que apuntan a las reformas estructurales.

Por último, dadas las características de la economía paraguaya, en general, los desequilibrios más relevantes han tendido a provenir del frente fiscal. En ese sentido, en las próximas secciones se profundiza el análisis de la coordinación entre la política fiscal y la monetaria, pero en un marco en que se entiende que la coordinación requerida trasciende meramente la política fiscal a todas las áreas de política económica.

Interacción entre la política fiscal y la monetaria

Si bien las políticas monetaria y fiscal son aplicadas por dos entidades públicas diferentes, los efectos de las mismas se encuentran correlacionados, por lo que las acciones llevadas a cabo por cada una de ellas influirán en la eficacia de la otra. Desde el ámbito de aplicación, es frecuente el surgimiento de tensiones o descoordinaciones entre ambas, ya que se podrían estar priorizando objetivos diferenciados y, a veces, hasta contrapuestos.

En la década de los ochenta, el debate académico sobre la interacción entre las acciones de las autoridades monetarias y fiscales se centró en las consecuencias

2 La autonomía de los bancos centrales tiene como objetivo dotarlos de estabilidad institucional, aislándolo de los ciclos o influencias políticas, pero esto no puede significar un "autismo" con respecto al resto de las instituciones y políticas públicas.

inflacionarias originadas por el financiamiento monetario de los déficits fiscales. Los recurrentes episodios de alta inflación y el financiamiento del gasto público por medio de la emisión monetaria en muchos países en desarrollo justificaban la relevancia del tema.

Entre los autores que se han ocupado de analizar el tema se encuentran Sargent y Wallace (1981), quienes introdujeron el concepto de *dominancia fiscal*³ (subordinación de la política monetaria a la fiscal). Señalan que, bajo un régimen de dominancia fiscal, el Banco Central pierde facultad para controlar el nivel de precios, fundamentalmente cuando la tasa de interés real de la deuda pública excede la tasa de crecimiento de la economía, situación que requiere de continuas emisiones de dinero para cubrir el déficit y, de esta forma, poder satisfacer la restricción presupuestaria del gobierno.

Así, una política monetaria restrictiva tendiente a contener presiones inflacionarias terminaría generando incrementos de las tasas de interés del mercado, lo que a su vez acrecentaría el déficit fiscal. Para mitigar las tensiones de los mercados financieros y, al mismo tiempo, respaldar al Gobierno, la autoridad monetaria probablemente se verá forzada a expandir la base monetaria para poder satisfacer la restricción presupuestaria del Gobierno, generando mayores presiones sobre los precios y revirtiendo el esfuerzo antiinflacionario original.

De esta forma, una política fiscal expansiva terminaría conduciendo a una política monetaria expansiva que, a su vez, generaría presiones inflacionarias y la consecuente apreciación del tipo de cambio real, afectando la sostenibilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Profundizando en el análisis, incluso si los gobiernos financian sus déficits sin monetización, recurriendo al mercado doméstico, podría haber motivo de preocupación para la política económica, por el efecto desplazamiento de la inversión privada que pudiera generar como resultado de la reducción de la disponibilidad de crédito y/o el incremento del costo del mismo para el sector privado, con su consecuente efecto contractivo sobre la actividad económica.

En la década de los noventa, la teoría cuantitativa del dinero⁴ fue confrontada por la Teoría Fiscal del Nivel de Precios⁵ (FTPL, por sus siglas en inglés), que concluye que el Banco Central puede perder el control de la inflación –aun cuando disponga de independencia e incluso no exista la necesidad de financiar al

3 Si existe dominancia fiscal, por ejemplo, por la existencia de desbalances fiscales estructurales, la coordinación macroeconómica exige generar espacios para mitigar el impacto de dicho desequilibrio sobre los mercados monetarios y financieros en el corto plazo.

4 Según esta teoría la inflación es siempre y en todo momento un fenómeno monetario. En este contexto, la causa fundamental de la inflación es el señoreaje. Por lo tanto, un banco central independiente con poder para imponer una senda temporal para el señoreaje es suficiente para garantizar la estabilidad de precios.

5 Ver Woodford (1995).

gobierno con señoreaje–, si las decisiones fiscales no respetan la restricción presupuestaria intertemporal del Gobierno. Por tal motivo, se enfatiza la necesidad de establecer mecanismos de coordinación entre ambas políticas, considerando que el objetivo de la estabilidad de precios no puede ser alcanzado si el déficit primario fluctúa de manera impredecible.

La política fiscal también puede afectar otras variables relevantes para la autoridad monetaria, como la prima de riesgo país y el tipo de cambio. Por ejemplo, si el ratio de deuda pública sobre PIB es elevado, y además de corto plazo, eventuales incrementos de la tasa de política monetaria podrían conducir a un problema de sostenibilidad de la deuda y, por tanto, a un incremento en la percepción de riesgo país, provocando un *sudden stop* del flujo de capitales y la posterior depreciación del tipo de cambio real.

Ante un eventual escenario de depreciación acelerada, se afectarán las expectativas de inflación y, eventualmente, su trayectoria por el efecto traspaso del tipo de cambio a la inflación. Ante este resultado, si el Banco Central decidiera aumentar nuevamente su tasa de política monetaria para reducir la inflación, se enfrentará al mismo ciclo de aumento en el costo de la deuda y demás consecuencias, sin lograr, al final, su objetivo de alcanzar su meta de inflación⁶.

Existe un canal más directo que conecta la política fiscal con la política monetaria, que es el canal tributario. Si los gobiernos se ven obligados a recurrir a aumentos en los impuestos indirectos, en lugar de los impuestos sobre las diversas formas de ingresos, esta medida tendría un impacto directo sobre los precios.

La política fiscal también puede afectar la eficacia de la política monetaria a través del canal de las expectativas. La falta de confianza en la sostenibilidad fiscal puede convertirse en un factor potencial de desestabilización. La efectividad de la política monetaria depende, en gran medida, de la percepción de los agentes acerca de la salud del sistema económico y, en particular, de la credibilidad sobre el cumplimiento de los objetivos de la política macroeconómica.

Tomando en consideración estos aspectos, las autoridades monetarias han adoptado medidas como dotar a los bancos centrales de mayor independencia, así como la migración hacia regímenes monetarios basados en metas inflacionarias como base de su política monetaria.

Las autoridades fiscales también tomaron medidas para controlar sus déficits, luego de que estos llegaran a niveles insostenibles en la década de los ochenta. Entre estas se mencionan la racionalización y mejora en la calidad del gasto fiscal, el incremento de los ingresos fiscales a través de reformas impositivas y de la mayor eficiencia en la recaudación y, en los últimos años, la adopción de reglas fiscales formales que apuntan al logro de la sostenibilidad fiscal en el mediano y largo plazo.

6 Este escenario podría complicarse más si una proporción importante de la deuda se encuentra denominada o indexada al dólar.

De este modo, en muchos países se ha generado un nuevo ambiente de coordinación de políticas, en el cual las autoridades monetarias están comprometidas a controlar la inflación, mientras que las autoridades fiscales ya no recurren abiertamente al señoreaje para financiar su déficit y servicios de la deuda.

En la literatura más reciente, la atención sobre la interacción entre la política fiscal y monetaria no se basa solamente en cómo la política fiscal puede afectar la determinación del nivel de precios, sino que analizan el desempeño macroeconómico en un sentido más amplio. Por ejemplo, cómo la coordinación –o la falta de ella– entre la autoridad fiscal y monetaria puede afectar otras variables macroeconómicas clave como el producto, la inversión, el consumo privado, la recaudación tributaria, etc.

La conclusión principal de esta nueva vertiente es que, mediante una política monetaria decididamente enfocada en la estabilización de la inflación, se logrará alcanzar también el objetivo de la estabilización de los ciclos económicos. Los trabajos han demostrado además que la política fiscal debe enfocarse en el control del déficit fiscal y en la sostenibilidad de la deuda pública. Por este motivo, se destaca la necesidad de la coordinación entre ambas políticas.

En los últimos tiempos, existen ejemplos de países en la región que fueron prudentes en el manejo de su política macroeconómica, generando los márgenes suficientes que posibilitaron avances en el manejo del ciclo económico, evidenciado en la implementación de medidas de políticas fiscal y monetarias articuladas que permitieron reducir el impacto de la crisis económica global, promoviendo una reactivación más rápida de la actividad económica. En tal sentido, según la evidencia empírica encontrada en Valdivia y Pérez (2013), es alta la efectividad en la aplicación de políticas macroeconómicas coordinadas para controlar episodios de crisis en distintos grados.

Metas de inflación y reglas fiscales

Como se ha mencionado, en las últimas décadas muchos países implementaron una serie de reformas con respecto a su marco de política macroeconómica. Por un lado, se ha otorgado independencia a los bancos centrales, y algunos han migrado hacia un esquema de IT. Asimismo, los gobiernos comenzaron a impulsar medidas para afrontar los problemas fiscales a través del establecimiento de reglas fiscales, las que ayudaron a las autoridades fiscales a resistir mejor las presiones por un mayor gasto público, al tiempo que se convirtieron en una herramienta que facilitó una mayor coordinación de las políticas macroeconómicas.

En cuanto al esquema de IT, el mismo ha significado un avance importante para los bancos centrales en el manejo de su política monetaria porque permite considerar diversos aspectos macroeconómicos, tales como los cambiarios, la trayectoria fiscal y de deuda, la situación del sistema financiero y el ciclo económico, entre otros.

Un aspecto positivo del régimen de IT es que permite combinar elementos de reglas y discreción. El margen de discrecionalidad está posibilitado por la definición de la meta inflacionaria en el horizonte relevante de política monetaria, que permite liberar *grados de libertad* en el corto plazo. Los bancos centrales, al fijar la tasa de referencia de política monetaria, pueden observar distintas variables macroeconómicas, ya que esta nueva institucionalidad⁷ no le constriñe a operar como antes, con reglas estrechas de cumplimiento del objetivo de inflación en cada instante del tiempo. Desde la óptica de la política económica, el esquema de IT ha permitido recuperar la capacidad de hacer política monetaria activa.

Un aspecto destacable de este esquema de política monetaria es la posibilidad de contar con la flexibilidad de un precio tan relevante como el tipo de cambio, que opera como un estabilizador automático de la economía ante choques exógenos, evitando que el sector real cargue con el peso del ajuste⁸. Asimismo, evita que los desalineamientos cambiarios, producto de políticas monetarias-cambiarías menos flexibles, potencien nuevas crisis.

Existe una amplia literatura que muestra que las reformas estructurales tendientes a mejorar el rol de la política monetaria y fiscal tiene un impacto significativo en la efectividad de estas políticas empleadas en conjunto. Combes et al (2014), encuentran evidencia de que el esquema IT, aplicado conjuntamente con reglas fiscales, permite mejorar el desempeño fiscal y reducir la inflación. Utilizando datos de 152 países desarrollados y en desarrollo, los autores encuentran que la interacción entre el esquema de IT y reglas fiscales genera efectos positivos sobre el balance del fisco y la trayectoria de la inflación, lo que sugiere que existe alguna complementariedad entre estos dos marcos de políticas basados en reglas⁹.

7 El país ha cumplido con las condiciones que según Bernanke y Mishkin (1997) son requeridas para la efectividad de la política monetaria de IT. Entre las condiciones se destacan que el objetivo de estabilidad de precios sea prioridad clara y explícita respecto a otros objetivos, que las decisiones consideren conjunto amplio de información, autonomía operativa de la autoridad monetaria, transparencia en la toma de decisiones, se debe limitar los problemas de inconsistencia temporal, credibilidad de la política y en los *policy makers*, anuncio explícito del objetivo, entre otros. Paraguay cumple razonablemente con estas condiciones. El número de integrantes del CEOMA (5) se encuentra en el promedio de las 27 economías que actualmente aplican el esquema de IT, el objetivo de inflación es razonable, se encuentra entre los que más sesionan en el año (12 veces), y el mandato de los directores no coincide con los del Gobierno.

8 En un contexto donde existen naturales rigideces de salario real y tarifas públicas, dicho ajuste se acaba procesando en el nivel de actividad económica y el empleo.

9 Ver Combes y otros (2014).

Resalta Blanchard (2004) la importancia de la articulación entre la política fiscal y monetaria, al señalar que mientras mayor sea el nivel inicial de deuda, cuanto más alta la proporción de la misma denominada en moneda extranjera y más elevada sea la aversión al riesgo de los inversores, bajo un esquema de IT, una suba de la tasa de interés en respuesta a presiones inflacionarias aumenta el riesgo de *default* de la deuda, conduciendo a una depreciación real, lo que a su vez generaría nuevos incrementos en el nivel de precios. Es en contraposición a lo esperado desde el enfoque estándar de la macroeconomía abierta, donde un aumento de la tasa de interés real, hace más atractivos los títulos de deuda del gobierno y lleva a una apreciación real. En este caso, es la política fiscal, y no la monetaria, el instrumento apropiado para disminuir la inflación.

En la misma línea de Blanchard (2004), Zoli (2005) evalúa el impacto de la política fiscal sobre la prima de riesgo del país y el tipo de cambio. El análisis empírico se realiza a través de un estudio de caso sobre el impacto de noticias relativas a variables fiscales y a la política fiscal, sobre el *spread* soberano y los movimientos cambiarios diarios en Brasil, durante la crisis macroeconómica del 2002. Los resultados muestran que los eventos fiscales han influido significativamente en los diferenciales soberanos y el tipo de cambio durante ese período. En conclusión, el análisis sugiere que a través del canal del riesgo crediticio, una economía emergente como Brasil, expuesta a oscilaciones en los flujos de capitales y con un elevado nivel de deuda pública, puede ser empujada a un régimen de dominancia fiscal.

Por su parte, Baig et al (2006), analizando la función de reacción del Banco Central (regla de Taylor), y midiendo la reacción de la tasa de interés a la inflación, en función del grado de endeudamiento de los países, encuentran que la situación fiscal puede tener un significativo impacto en la eficacia de la política monetaria, ya sea de manera directa o a través de las expectativas. Un elevado nivel de endeudamiento del sector público puede reducir la independencia de la política monetaria así como la eficacia del mecanismo de transmisión.

Considerando los hallazgos empíricos de los trabajos mencionados, una de las claras lecciones es que, en ambientes complicados en materia fiscal, los resultados esperados de la política monetaria deflacionaria pueden ser totalmente diferentes a los esperados. Esto refuerza la importancia de contar con una política fiscal ordenada y predecible, para lograr una mayor efectividad de la política monetaria.

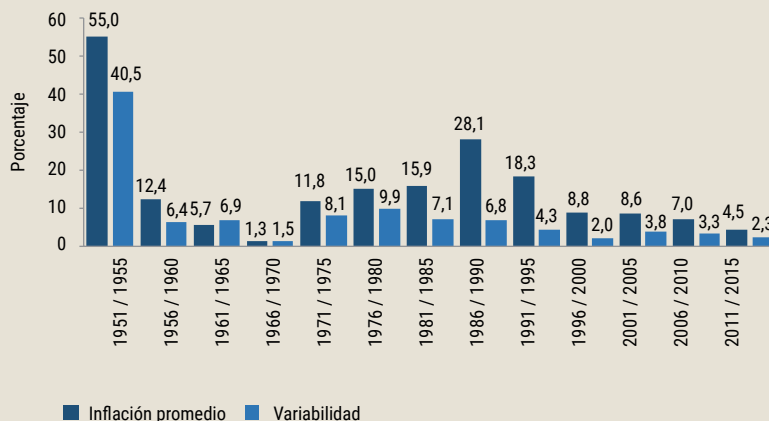
En un marco de presión sobre la política fiscal, por la existencia de elevadas y legítimas demandas por mayor gasto social, de presiones corporativas y de la existencia de déficits de infra e infoestructura, la existencia de una regla fiscal dota a las autoridades del empoderamiento necesario para ejecutar la política eficientemente bajo un criterio de sostenibilidad.

La estabilidad económica en el Paraguay

Hace dos años se celebraron los setenta años de la creación del guaraní, una de las monedas más antiguas de la región, logro que adquiere más valor cuando se considera que en ese mismo lapso, muchos países tuvieron que adoptar un nuevo signo monetario o recurrir a la supresión de ceros debido a los procesos hiperinflacionarios. Este hecho refleja el manejo apropiado de la política monetaria, que permitió mantener relativamente estable el valor de la moneda.

Gráfico 1

Inflación promedio y volatilidad
Inflación promedio anual y desvío estandar



Fuente: Banco Central del Paraguay.

En largos pasajes de la historia, la política fiscal también ha contribuido al logro de una inflación baja y estable. Luego de la significativa inflación registrada en la primera mitad de la década de los cincuenta (GRÁFICO 1), esta se redujo notablemente en los siguientes años, debido a la adopción de un Plan de Estabilización del Fondo Monetario Internacional (FMI), que, entre otros puntos, contemplaba la necesidad de consolidar el equilibrio fiscal, mediante reformas en el sistema tributario que permitieron aumentar los ingresos, así como también la racionalización del gasto público. Como resultado de estas medidas, una política fiscal sólida acompañó la tarea del Banco Central de mantener un escenario monetario estable en las siguientes décadas.

Posteriormente, en los años ochenta, y en el contexto de la crisis de la deuda en América Latina, se observa una de las pocas excepciones al sólido escenario fiscal consolidado en años anteriores, registrándose déficits fiscales sucesivos por incrementos en el gasto, sobre todo en infraestructura, debido a las políticas anti-cíclicas implementadas para atenuar el escenario recesivo. Asimismo, durante las crisis financieras de finales de la década de 1990 a inicios del 2000, se observaron resultados fiscales deficitarios. No obstante, en ninguno de los casos hubo efectos considerables sobre la inflación, dado que los déficits no fueron financiados con emisiones monetarias¹⁰.

Específicamente, a inicios de la primera década del actual siglo, si bien la inflación no representaba una preocupación, la actividad económica mostraba resultados poco favorables. Además, los déficits fiscales sucesivos habían generado un incremento significativo de la deuda, tanto interna como externa.

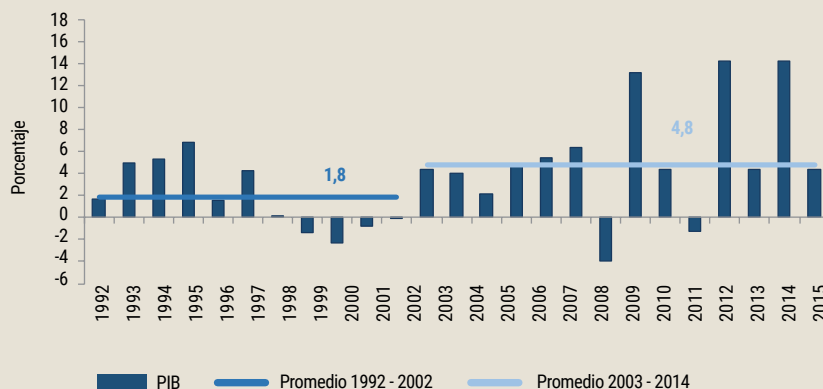
No obstante, a partir del 2003, la economía paraguaya inicia una etapa de consolidación de los fundamentos macroeconómicos, con la suscripción de un nuevo acuerdo stand-by con el FMI, por el cual se implementa una serie de medidas, entre las que se destacan aquellas tendientes a reorientar la gestión de la política fiscal, con el objetivo de conducir las finanzas públicas hacia una senda sostenible en el mediano plazo, la adopción de una política monetaria centrada en la inflación, el mantenimiento de un régimen de tipo de cambio flotante y reformas estructurales del Estado (recapitalización del Banco Central, reformas en el sector financiero, mejoras en la transparencia de la gestión pública, entre otras). Este conjunto de medidas contribuyó a crear las condiciones propicias para la expansión económica en un ambiente de estabilidad monetaria y fiscal.

A partir de este escenario económico propicio, durante el período 2003-2014, el PIB creció en promedio a una tasa de 4,8%, más que duplicando la tasa de crecimiento promedio de 1,8% observada en la década anterior (1992-2002). (GRÁFICO 2)

A este mayor ritmo de actividad económica, hay que agregar el hecho de que el mismo es explicado en mayor medida por el dinamismo del sector servicios, la industria y las construcciones, evidenciando así una mayor diversificación de la economía. Esta tendencia a la diversificación de la matriz productiva, así como la apertura de nuevos mercados, ha seguido avanzando en el período más reciente. En los últimos dos años, el dinamismo de sectores no tradicionales, cuya demanda sostiene el crecimiento económico ante la caída en el precio de los *commodities*, brinda algunos indicios de cómo los cambios en el patrón de producción y empleo pueden contribuir a mitigar los efectos sociales de los cambios en el ciclo económico, aunque queda todavía un largo camino por recorrer.

10 Ver Cantero J. (2013).

Gráfico 2
Crecimiento Económico
Variación anual del PIB a precios constantes (%)



Fuente: Banco Central del Paraguay.

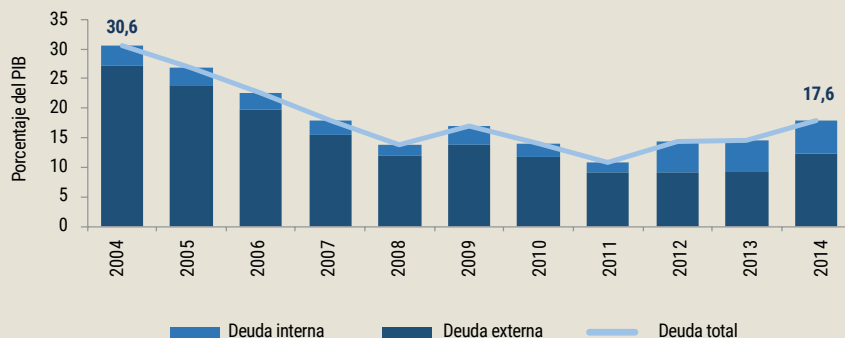
Asimismo, se verificaron mejoras en otros indicadores económicos, como la reducción del ratio de deuda a PIB, desde un 30,6% observado en 2004 a un 10,7% en 2011 (GRÁFICO 3). Desde ese año, la deuda se ha mantenido relativamente baja, y solo se incrementó recientemente con la emisión de los bonos soberanos (a un 17,6%), con el principal objetivo de financiar obras de infraestructura. El nivel de endeudamiento del país es de los más bajos de la región y existiendo todavía un margen importante para hacer frente a los déficits de infraestructura del país, sin comprometer los equilibrios macroeconómicos.¹¹

Las reservas internacionales netas (RIN) comenzaron a incrementarse, permitiendo al país pasar desde una posición externa deudora a una posición neta acreedora (GRÁFICO 4). En el 2002, las RIN se ubicaban en USD 641,3 millones, mientras que la deuda externa se situaba en torno a USD 2.283 millones. Esta situación se había revertido a partir del 2007 y, para el 2014, las RIN habían superado los USD 6.800 millones, mientras que la deuda externa estaba en torno a USD 3.680 millones.

El adecuado nivel de endeudamiento público del país y el nivel de RIN del que dispone, otorgan a la política económica la suficiente holgura como para evitar volatilidades no deseadas y sus efectos negativos sobre la economía.

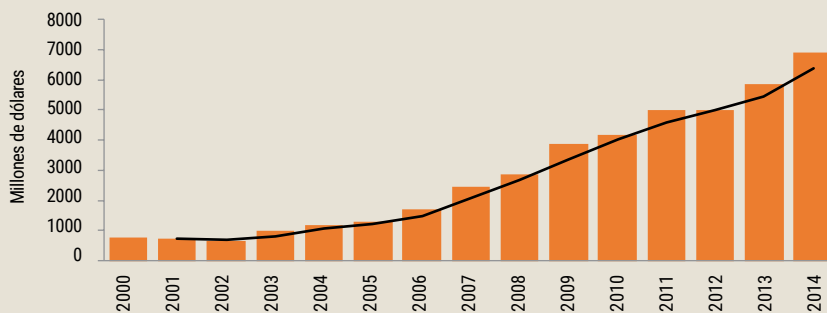
¹¹ En este caso, los desafíos más importantes pasan por mejorar la gestión pública, en lo que refiere al ciclo del proyecto y la ejecución de las obras.

Gráfico 3
Evolución de la deuda pública
Saldos a fin de cada año



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Gráfico 4
Evolución de las RIN
Saldo a fin de cada año

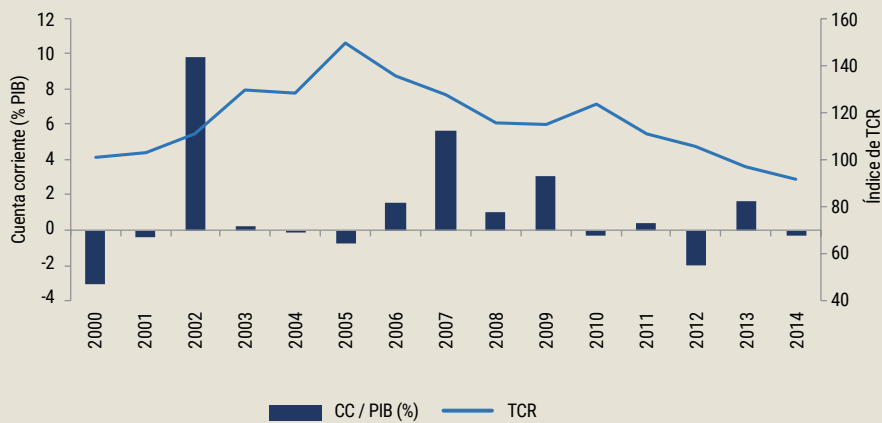


Fuente: Banco Central del Paraguay.

Por el lado del sector externo, los resultados también han sido satisfactorios en el periodo reciente. Entre el 2003-2014, la cuenta corriente registró, en promedio, un superávit cercano al 1% del PIB, en un escenario de apreciación del tipo de cambio real, resultado que revela que este comportamiento se mantuvo en línea

con la evolución de sus fundamentos, dado que no se ha observado desequilibrios internos ni externos en este periodo, lo que supone que el mismo ha operado en el entorno de su equilibrio (GRÁFICO 5). Este comportamiento, además, es consistente con el crecimiento económico promedio del período, cercano al potencial.

Gráfico 5
Cuenta corriente y tipo de cambio real



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Desde la última crisis financiera del 2002, los indicadores del sistema financiero también comenzaron a evolucionar satisfactoriamente. En el 2003, el índice de morosidad del sistema bancario se situaba en torno al 22%, reduciéndose cerca de 20 puntos porcentuales en los 10 años posteriores. Por su parte, el indicador de rentabilidad se incrementó desde un 14% en 2003 hasta un 27% en el 2014.¹²

En cuanto a la tasa de inflación, si bien la misma no representaba un problema en esa época, su volatilidad era motivo de preocupación para la política monetaria. La capacidad para influenciar dicha variabilidad recaía en el buen funcionamiento del esquema de agregados monetarios, que dependía de la estabilidad de la demanda por dinero. De esta forma, la política monetaria utilizaba sus instrumentos para dirigir el crecimiento del dinero hacia el nivel deseado que se consideraba

12 La supervisión del sistema financiero fue objeto de una serie de reformas que operaron positivamente sobre la estabilidad del mismo, reduciendo la vulnerabilidad del sistema bancario. En este sentido, se ha fortalecido la capacidad de regulación y supervisión del sistema, se ha integrado una Intendencia de Estabilidad Financiera que realiza pruebas de stress continua al sistema, entre otros avances.

compatible con el objetivo de inflación, el cual usualmente se enunciaba en términos generales como el “logro de una inflación baja”, aunque no de manera explícita.

En el 2003 muchos países habían abandonado el esquema de agregados como mecanismo para conducir la política monetaria, principalmente porque se dificultaba encontrar, en el corto plazo, una relación estable entre la inflación y un agregado monetario, debido a que las innovaciones financieras y la inestabilidad de la demanda de dinero, volvieron igualmente inestable la relación entre la cantidad de dinero y la inflación. Estas mismas dificultades afectaban, también, a la conducción de la política monetaria de Paraguay.

En este contexto, a partir del 2004, el Banco Central empezó a delinear la estrategia para migrar desde el esquema monetario basado en agregados hacia el régimen de IT, con el fin de consolidar el objetivo de garantizar una inflación baja, estable y previsible. Se estableció un objetivo inflacionario explícito de 5%, con un rango de tolerancia de $\pm 2,5\%$.

La evidencia empírica mostraba que los países con régimen de IT tenían un mejor desempeño, tanto en términos de niveles como de volatilidad de la inflación¹³. Además, los países de la región que adoptaron este esquema, también habían logrado resultados satisfactorios, hecho que motivó aun más al Banco Central a avanzar en esa dirección. De esta manera, luego de una etapa experimental, las autoridades del BCP decidieron adoptar formalmente el esquema de IT en mayo de 2011.

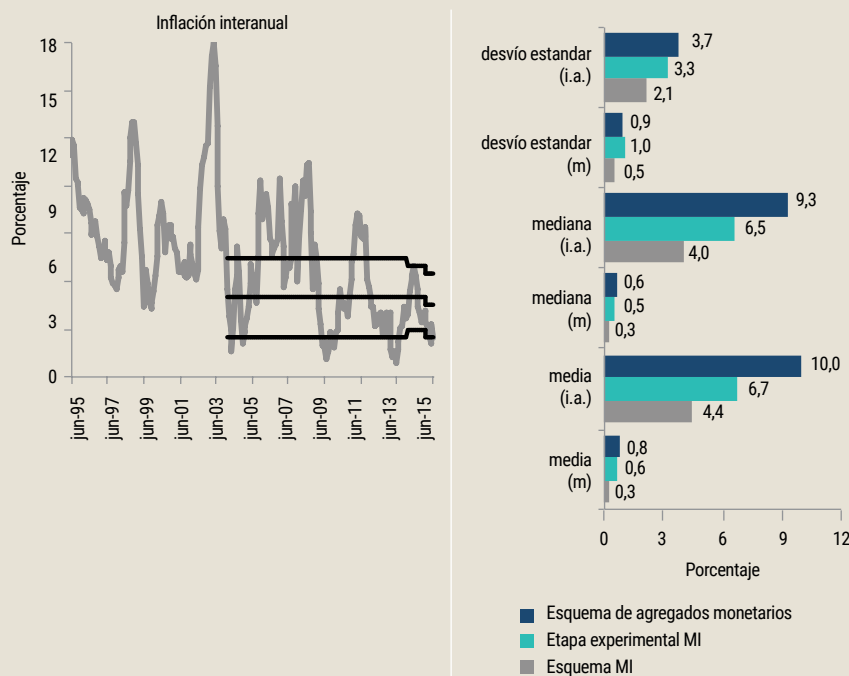
Los resultados en términos de comportamiento de la inflación, tanto en la etapa experimental como en la de implementación formal, han sido de reducciones importantes en la media, varianza y la persistencia de la inflación (GRÁFICO 6), como también en el efecto traspaso del tipo de cambio a la inflación. La misma se ha ubicado permanentemente en el rango objetivo, lo que contribuye a mejorar la percepción de riesgo, disminuye la incertidumbre, mejora el clima de negocios y favorece la inversión.

Asimismo, se logró anclar las expectativas en torno a la meta. Esto es, aun si la inflación se desvía (como puede ocurrir a menudo), los agentes esperan que la misma retorne a la meta, y permita con ello reducir el grado de incertidumbre a largo plazo. Y esto no es un logro menor. Considerando que en temas de inflación se verifica aquello de las *profecías autocumplidas*, en la medida que las expectativas de inflación se ubiquen en el entorno de la meta, los agentes económicos operarán de acuerdo con esa expectativa y la inflación terminará ubicándose en el rango objetivo, sin mayores costos para la política monetaria.

Ese es el resultado de un Banco Central que operó para la construcción de la credibilidad de sus políticas, y este es su principal activo.

¹³ Ver Scott, R. (2010) y FMI (2005).

Gráfico 6
 Trayectoria y volatilidad de la inflación interanual y desvío estándar



Fuente: Banco Central del Paraguay.

En la última década, el prudente manejo de la política fiscal también ha contribuido a la consolidación del esquema de IT. Se registraron ocho años consecutivos de superávits fiscales (GRÁFICO 7), que, además de reducir la deuda, permitieron a la política fiscal disponer de un margen de discrecionalidad para aplicar medidas contra-cíclicas y/o destinar más recursos a la inversión en infraestructura.

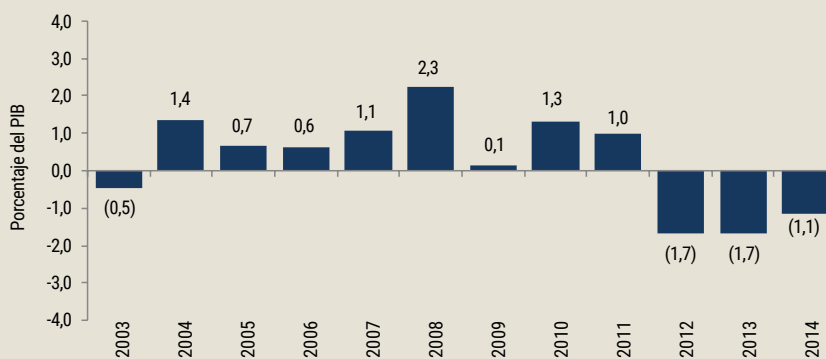
Uno de los pilares del esquema de IT descansa en una política fiscal responsable y predecible, que garantice la sostenibilidad de las cuentas fiscales eliminando la posibilidad de subordinación de la política monetaria a la política fiscal e incrementando la credibilidad y la efectividad de las políticas macroeconómicas.

En este sentido, a partir del 2015 entró en vigencia la LRF, cuyo objetivo es asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo, cuya meta son resultados fiscales que no causen efectos negativos sobre la estabilidad macroeconómica, y que preserve el equilibrio entre los ingresos y los gastos públicos para introducir una fuerte señal de economía política intentando separar el rol fiscal del ciclo político.

La LRF contempla reglas macrofiscales para la elaboración y aprobación del Presupuesto General de la Nación tales como que el déficit fiscal anual de la Administración Central, incluidas las transferencias, no podrá ser mayor al 1,5% del PIB¹⁴; que el incremento anual del gasto corriente primario del sector público¹⁵ no podrá exceder la tasa de inflación interanual más el 4%, y que no se podrán incorporar incrementos salariales excepto cuando se produzca un aumento en el salario vital mínimo y móvil vigente. El aumento será, como máximo, en la misma proporción y se lo incorporará en el presupuesto del siguiente ejercicio fiscal.

Este instrumento fiscal actúa como un ancla, permitiendo a la economía contar con una política fiscal predecible, coadyuvando a que la política monetaria tenga un mayor impacto y, consecuentemente, consolidando la credibilidad en las políticas macroeconómicas de Paraguay.

Gráfico 7
Resultado Fiscal
Como porcentaje del PIB



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Las medidas mencionadas han contribuido a la buena imagen del Paraguay en materia de estabilidad macroeconómica, reputación reconocida, cada vez más crecientemente a nivel nacional e internacional.

14 El resultado fiscal de la Administración Central no podrá superar en el mediano plazo un déficit promedio del 1% del PIB.

15 El gasto corriente primario se define como gasto corriente total excluido el pago de intereses.

En este sentido, los trabajos de Frankel et al (2013)¹⁶ y Vegh y Vuletin (2012)¹⁷, que analizan el desempeño en las últimas décadas de la política monetaria y la política fiscal, respectivamente, en una amplia muestra de 94 países desarrollados y en desarrollo, concluyen que los países desarrollados –que en general son los que poseen una mayor estabilidad macroeconómica–, se han caracterizado por no aplicar políticas procíclicas, en el sentido de que amplifican los efectos del ciclo económico afectando la estabilidad macro. Por el contrario, muestran que los países en desarrollo se caracterizaban por la ejecución de políticas pro cíclicas en general hasta la década de los 90, pero que desde la década del 2000 empieza a aparecer un grupo de países que *se gradúan* en materia de políticas anticíclicas, es decir, aprenden de su historia de inestabilidad y realizan los ajustes institucionales, técnicos y políticos necesarios para ingresar a una senda de mayor estabilidad.

Los autores ubican al Paraguay entre un pequeño grupo de países en desarrollo que desde antes del 2000 venía implementando una política monetaria con signo anticíclico, tal como lo hacían los países desarrollados. Pero, al mismo tiempo, muestran que, en materia fiscal, el Paraguay, al igual que la mayoría de países en desarrollo, imprimía un signo procíclico a su política hasta los 2000, y que, a partir del 2000, pasa a integrar el grupo de los países *graduados* en el sentido de que también en lo fiscal aprendió a contribuir a la estabilidad macroeconómica¹⁸.

Estos estudios, que abarcan una muestra muy amplia de países para un extenso período, estarían aportando evidencia empírica al análisis presentado, en lo que tiene que ver con los avances logrados en el Paraguay en materia de estabilidad macro. Asimismo, ofrece evidencia de que la sostenibilidad de la estabilidad de precios –con el consecuente impacto sobre estabilidad de las demás variables macroeconómicas– requiere de la efectividad de la política monetaria, en tanto condición necesaria, pero que no es suficiente pues demanda, para su sostenibilidad, una política fiscal coordinada y con objetivos alineados, que evite *inconsistencias dinámicas* y cuente con un diseño institucional que genere las bases para la credibilidad de las políticas en su conjunto.

En definitiva, en los últimos años, la economía paraguaya crece en torno a su potencial y las variables macroeconómicas dan cuenta de un sector público con

16 Los autores utilizan una muestra de más de noventa países desarrollados y en desarrollo, en el período 1960-2009, dividiendo el análisis por período.

17 Para los autores una de las dificultades para adoptar una política con sesgo contracíclico es lo que denominan el *fear of free falling* (FFF), que significa que ante una fase de pérdida de dinamismo, una disminución de la tasa de interés como medida anticíclica puede generar una salida de capitales o un *sudden-stop* que conlleve a una fuerte depreciación de la moneda. En el caso paraguayo, el mérito de la política macroeconómica es que ha permitido generar las condiciones para que el FFF no sea una preocupación mayor, aun considerando que Paraguay es una economía relativamente dolarizada. Estos márgenes han contribuido a que el *pass through* no sea muy elevado.

18 Entre los países de la región que según los autores siguen en la categoría *still in school*, se ubican Venezuela, Argentina y Uruguay. Que son los tres países en América Latina que, en ese orden, exhiben las mayores tasas de inflación en los últimos años.

resultado en equilibrio, inflación de un dígito dentro del rango objetivo, desempleo relativamente bajo y equilibrio en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que mostraría un gasto interno alineado al ingreso nacional, denotando que la economía opera en el entorno del equilibrio macroeconómico. En tal sentido, se podría afirmar que el *frente macroeconómico* en los últimos años se encuentra estable y ordenado.

Por supuesto que persisten importantes desafíos para la política económica, pero con la política macro ordenada y la consolidación de la estabilidad económica –que es una condición necesaria, aunque no suficiente– bajo control, y con un sector real todavía dinámico, es posible poner el foco en los desafíos más estructurales y estratégicos, que requieren fuerte compromiso de diferentes actores a nivel nacional y tiempo para ver los resultados.

Uno de estos desafíos importantes es lograr transformar la fase de crecimiento expansivo de la economía de los últimos años en una senda de crecimiento de tendencia más dinámica y elevada que el histórico y menos condicionada por coyunturas internacionales favorables. Este desafío nos lleva a trabajar para superar restricciones que operan sobre la oferta –más allá de los choques positivos de demanda que pueda tener la economía–, sobre todo en lo que tiene que ver con el aumento en la acumulación de factores de producción y su productividad.

En tal sentido, se hace necesario trabajar para remover las restricciones al producto potencial y a la calidad del crecimiento económico. En este contexto, cobran fuerza los esfuerzos de inclusión de una mayor cantidad de ciudadanos a la economía formal y dinámica¹⁹, de diversificación productiva y la inserción en las cadenas globales de valor que configuren un esquema de especialización productiva y de inserción internacional que favorezcan la innovación y el desarrollo socio-económico.

También se requiere prestar atención a las cuestiones institucionales y a la economía política, en el sentido de la necesidad de sostener el acuerdo en cuanto a la importancia de la estabilidad macroeconómica como prerrequisito de un crecimiento sostenido con calidad, y, más ampliamente, generar consensos nacionales sobre el rol del Estado migrando desde la discusión de *cuánto* Estado a *qué* Estado se requiere. En este contexto, se debe avanzar en el diseño de la articulación entre la política económica y la social inclusiva, que trascienda la óptica del *derrame* económico hacia el empoderamiento ciudadano.

Específicamente en el ámbito del sector financiero, el Banco Central del Paraguay ha hecho mucho en términos de fortalecimiento de la regulación y la

19 En nuestro país todavía persisten niveles de pobreza y exclusión importantes, y estos no se combaten sólo con crecimiento y estabilidad económica, sino con políticas enfocadas al desarrollo, a partir de un abordaje mucho más amplio y multidimensional. Los desafíos son grandes pero también se están haciendo avances muy significativos en esa dirección.

supervisión, la formación específica de su capital humano y la conformación de instancias de supervisión que permitan apoyar la prevención. También ha habido avances relevantes en lo que refiere a políticas macroprudenciales, en la línea de las buenas prácticas internacionales.

No obstante, el desarrollo del sector financiero, crítico para el crecimiento económico en tanto canalizador de ahorro a inversión, desafía permanentemente a tener reglas claras y oportunas, supervisión preventiva y fortaleza institucional. La discusión que hoy se está procesando acerca de la adecuación de la Ley de Bancos y de la Carta Orgánica del BCP va en esa dirección, al encuentro de estándares internacionales en materia de supervisión, y se está dando en un momento oportuno, cuando la economía se muestra firme y estable.

Asimismo, a partir de un sistema financiero estable, se debe apuntar a promover la inclusión financiera, con el doble propósito de contribuir a la disminución de las desigualdades sociales y fortalecer uno de los principales canales de transmisión de la política monetaria, contribuyendo a su efectividad.

En este marco de relativa armonía entre la política fiscal y monetaria en el país, los desafíos futuros para una mayor efectividad en la transmisión de la política monetaria son avanzar hacia un mayor desarrollo del sistema financiero y del mercado de deuda privada, la construcción de un mercado accionario, una mayor educación financiera de los agentes, la construcción de un mercado de guaraníes eficiente (mejor manejo de liquidez de los bancos),²⁰ entre otros.²¹

Por último, se debe continuar con los esfuerzos por facilitar la realización de negocios eliminando trabas burocráticas, la calificación de la mano de obra y el desarrollo del emprendedurismo, el acceso a la información y el financiamiento a las empresas, la promoción de la innovación, la infraestructura, la diversificación e inclusión productiva, la competitividad sistémica, la institucionalidad en su sentido amplio, entre otros temas que nos permitan aumentar nuestro crecimiento sostenido en el largo plazo, con inclusión social y equidad, en síntesis, promover un mayor bienestar de nuestra población.

20 El Banco Central se encuentra trabajando en el diseño de incentivos de mercado (negociabilidad de las LRM, operadores primarios, operaciones Repo por parte del BCP, y disminución del margen de las Facilidades Permanentes de Liquidez y Depósitos respecto de la TPM) para que las tasas de corto plazo (overnight) promedio del mercado (call interbancario) como instrumento operativo converja a la Tasa de Política Monetaria (TPM), que es la tasa sobre la que se anuncian las metas operativas de política monetaria.

También se permiten operaciones de liquidez de corto plazo utilizando los encajes bancarios, siempre y cuando se mantenga el promedio mensual.

21 Cabe mencionar el avance en mecanismos macroprudenciales y en la aprobación de la Ley de inclusión financiera, que tienden a mejorar los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Conclusiones

La eficiencia en la conducción de una política monetaria para controlar la inflación requiere de una política fiscal responsable y consistente con el logro del objetivo de inflación baja y estable, y de la sostenibilidad de las cuentas externas. La labor de un Banco Central condicionado por una política fiscal y externa deficiente dificulta el cumplimiento adecuado de la meta de inflación. Por ello, la coordinación de políticas económicas es una condición necesaria para garantizar un ambiente de estabilidad macroeconómica que favorezca un crecimiento económico sostenido.

En la última década, el BCP ha conducido una política monetaria con un claro y creíble objetivo de control inflacionario, con la contribución del Ministerio de Hacienda que desarrolló una política fiscal eficiente y ordenada, apoyada en estrictos criterios de disciplina y responsabilidad fiscal, componentes que dieron mayor certidumbre a los agentes económicos. Como resultado, la economía paraguaya viene mostrando una prolongada fase de estabilidad monetaria con finanzas públicas sanas que favoreció el crecimiento económico.

La política monetaria cumplió con su cometido de alcanzar la estabilidad de precios y, con el tiempo, el éxito de este compromiso ayudó al BCP a adquirir una reputación de institución comprometida con su meta de inflación. De hecho, algunos autores argumentan que la credibilidad de la política monetaria solo puede darse cuando esta demuestre, con hechos, que es efectiva en el cumplimiento de su compromiso.

Es así que el régimen monetario actual, basado en un esquema de IT, apoyado por una política fiscal prudente, ha permitido una reducción importante tanto de los niveles de inflación como de su volatilidad y persistencia, posibilitando anclar las expectativas de los agentes económicos en torno a la meta.

El logro en materia de control de la inflación llevó a Paraguay a diferenciarse de otras economías, a la vez que le permitió afrontar y atenuar los impactos negativos de los choques externos (como la crisis financiera internacional) e internos (como las caídas de la actividad económica en los años de sequía). Esto fue particularmente importante, si se toma en consideración que no existe evidencia empírica de países que hayan registrado crecimientos sostenidos por largos periodos de tiempo en ausencia de políticas con sólidos fundamentos macroeconómicos.

La entendible demanda de la sociedad de resultados tangibles e inmediatos, puede conducir a tentaciones cortoplacistas, arriesgando la estabilidad económica. Es importante seguir apostando a la coordinación de las políticas macro y a la articulación entre la política económica y las políticas sociales para avanzar hacia un verdadero desarrollo socioeconómico.

El combate a la inflación y el celoso cuidado de la estabilidad y salud del sistema financiero es la mayor contribución que el Banco Central puede hacer a la sociedad, en la búsqueda de un crecimiento sostenido con mayor equidad social.

Desde el ámbito de las políticas fiscales, un valor agregado del *buen comportamiento* del fisco, sumado a la expansión económica, fue poder reducir el ratio de deuda pública a PIB de Paraguay, ubicándolo entre las economías con más bajo nivel de endeudamiento de la región.

Un paso significativo hacia la consolidación de la disciplina fiscal fue la aprobación de la LRF, que actúa como ancla para los tomadores de decisión, garantizando una política fiscal predecible y sostenible en el tiempo que, a su vez, contribuye a una mayor credibilidad y efectividad de la política monetaria. Este es un instrumento sumamente valioso para generar las condiciones de una política económica verdaderamente anticíclica.

En este contexto, parece relevante destacar también el importante grado de coordinación entre la política fiscal y la monetaria que se observa en nuestro país. El Banco Central y el Ministerio de Hacienda trabajan articuladamente: esto, que podría parecer trivial, no es común en otros países. Mantener esta línea no solo reduce los costos de las políticas macroeconómicas en término de variables reales, sino que brinda señales certeras que los agentes locales e internacionales decodifican con claridad y tienen en cuenta en sus decisiones, en particular, en las de inversión.

Los resultados macroeconómicos alcanzados en el período reciente han contribuido a consolidar la confianza en la economía nacional, permitiendo que Paraguay mejore paulatinamente su calificación crediticia internacional, que se encuentra actualmente a una escala del grado de inversión.

Finalmente, ante un entorno económico externo actual que presenta señales más adversas, es importante reiterar la relevancia de preservar la consistencia y el equilibrio en los fundamentos macroeconómicos. Un ambiente macroeconómico estable es una condición necesaria para garantizar el crecimiento económico sostenido. No obstante, y dado que la estabilidad macroeconómica es una condición necesaria pero no suficiente, es fundamental también avanzar en la implementación de reformas estructurales encaminadas a aumentar la productividad y la competitividad de la economía.

Bibliografía

- BAIG, T., KUMAR, M., VASISHTHA, G. y ZOLI, E. (2006). *Fiscal and monetary nexus in emerging market economies: How does debt matter?* IMF Working Paper No. 06/184.
- BLANCHARD, O., (2004). *Fiscal dominance and inflation targeting: Lessons from Brazil*. NBER Working Paper No. 10389.doi: 10.3386/w10389.
- BERNANKE, B. y MISHKIN, F. (1997). *Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?* NBER Working Paper No. 5893.
- CANTERO, J. (2013). “Moneda y Banca en el Paraguay”, en R. Lara, M. Pankow(Eds.), *El Guaraní 70 años de estabilidad. Una conquista de la sociedad* (pp. 69-107). Asunción: Banco Central del Paraguay.
- CLAVIJO, S. (2000). *Banca Central y coordinación macroeconómica: El caso de Colombia*. Octubre, disponible en internet.
- COMBES, J., XAVIER D., ALEXANDRU M. y TAPSOBA R. (2014). *Inflation targeting and fiscal rules: Do interactions and sequencing matter?*. IMF Working Paper, WP/14/89.
- DOLLAR, D. y KRAAY, A. (2000). *Growth is Good for the Poor*. World Bank, Development Research Group, March.
- FRANKEL, J., VEGH, C. and VULETIN, C. (2013). “On graduation from fiscal procyclicality”. *Journal of Development Economics*, Vol. 100 (January), 32-47.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2005). *Perspectivas de la economía mundial: El desarrollo de las instituciones*. Washington, D.C.
- MORGAN GUARANTY TRUST COMPANY. (2000). *Guide to Central Bank Watching*. Economic Research, New York, March.
- SARGENT, T., (1981). *Stopping moderate inflations: The methods of Poincaré and Thatcher*. Federal Reserve Bank of Minneapolis Working Paper W.
- SARGENT, T. y WALLACE, N. (1981). Some unpleasant monetarist arithmetic. Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review, 5(3), 1-17.
- SCOTT, R. (2010). *Veinte años de metas de inflación*. Fondo Monetario Internacional: Finanzas y Desarrollo, 47(1), 46-49.
- VALDIVIA, D. y PÉREZ, D. (2013). *Dinámica Económica y coordinación de políticas Fiscal - Monetaria en América Latina: Evaluación a través de un DSGE (Dynamic Economic and Coordination of Fiscal – Monetary Policies in Latin America: Evaluation Through a DSGE Model)*. Disponible en SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2324307>.
- VEGH, C. y VULETIN, G. (2012). *Overcoming the Fear of Free Falling: Monetary Policy Graduation in Emerging Markets*. NBER Working Paper 18175, June.
- WOODFORD, M. (1995). *Price level determinacy without control of a monetary aggregate*. NBER Working Paper No. 5204.doi: 10.3386/w5204.
- ZOLI, E. (2005). *How does fiscal policy affect monetary policy in emerging market countries?* Bank of International Settlements Working Paper No. 174.

PARTE 2 DESAFÍOS

Quid Pro Quo: productividad y crecimiento económico (I)

Carlos Fernández Valdovinos

El autor agradece la colaboración de Marco Navarro, Mario Coronel, Dario Ruiz Díaz y Felipe González Soley en la elaboración de este capítulo.



Introducción

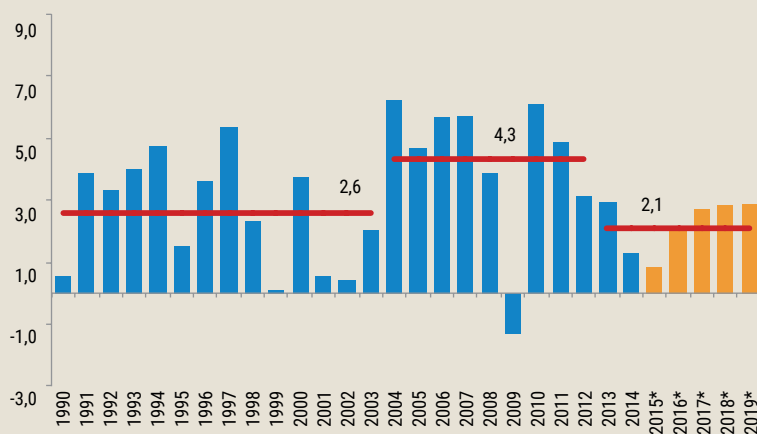
*Una vez que se piensa en crecimiento económico,
es difícil pensar en otra cosa.*

Robert Lucas Jr.

Desde 2003, América Latina experimentó un período de singular auge, caracterizado por un crecimiento vigoroso, bajos niveles de inflación y mejoras en el ámbito social en la mayoría de los países (GRÁFICO 1). Estos resultados pueden atribuirse a la aplicación de políticas prudentes y de importantes reformas estructurales. Sin embargo, salvo el período inmediatamente posterior a la crisis financiera mundial de 2008, condiciones externas excepcionalmente benignas han sido también un factor muy importante. El financiamiento en mercados internacionales ha sido barato y abundante, mientras que los aumentos en los precios de las exportaciones de materias primas de la región han sido fuertes y permanentes.

Gráfico 1

Crecimiento económico de América Latina y el Caribe, en porcentaje



Fuente: World Economic Outlook (WEO) del FMI.
(* Proyecciones corresponden al WEO de julio 2015.

De manera similar, la economía paraguaya se vio favorecida por los *vientos de cola* que venían del exterior. Durante el período 2004-2012, el precio de la soja (principal producto de exportación de nuestro país) tuvo incrementos anuales del 10% en promedio. A su vez, las excepcionales condiciones financieras internacio-

nales (con tasas de interés históricamente bajas y con niveles muy reducidos de aversión al riesgo), permitieron la colocación exitosa de bonos soberanos por un total de USD 1.800 millones (aproximadamente 6% del PIB).¹ Adicionalmente, la dinámica económica doméstica ha sido positivamente influenciada por desarrollos regionales. Así, la región Latinoamericana creciendo al 4,1% anual promedio entre 2003 y 2012 (con Brasil registrando un aumento promedio del PIB del 3,8% en el mismo período), ha sido un factor crucial para explicar el excelente desempeño de la economía paraguaya en años recientes.²

Como enfatizan algunos analistas, sin embargo, *hasta el oro pierde su brillo*. Los tiempos de bonanza han dado paso a otros más complejos y las condiciones externas se han vuelto mucho menos favorables para la región y el Paraguay. La debilidad de los mercados mundiales de materias primas ha ensombrecido las perspectivas de crecimiento para los países que dependen de manera significativa de las exportaciones de estos bienes. Por ejemplo, hasta agosto del 2015, el precio de la soja tuvo una reducción del 44% con relación a su pico histórico registrado en 2012. Por otra parte, la paulatina normalización de la política monetaria en los Estados Unidos se ha traducido en mayores costos de financiamiento externo (con una suba en las tasas de interés y en las primas por riesgo demandadas por los inversionistas), al tiempo de producirse un fortalecimiento gradual de la moneda norteamericana.

¿Que deberían hacer nuestros países ante esta nueva coyuntura? Muchas economías que crecieron a un ritmo rápido durante los años de bonanza han perdido dinamismo recientemente, en un marco de desempeño decepcionante de la inversión y de las exportaciones. En el nuevo contexto, no es aconsejable, sin embargo, intentar elevar la dinámica productiva mediante estímulos excesivos de políticas macroeconómicas (fiscal o monetaria). Para restablecer las perspectivas de un crecimiento sólido, la atención debería centrarse de lleno en subsanar debilidades estructurales para aumentar los niveles de productividad (incluyendo mejoras en infraestructura, educación, gobernanza y clima de negocios), siendo adecuado profundizar el proceso de diversificación de las economías. El siguiente capítulo resume un diagnóstico del estado actual y la evolución reciente de algunos de estos aspectos en la economía paraguaya.

1 Igualmente empresas privadas han podido acceder a los mercados financieros internacionales.

2 Un estudio reciente del BCP muestra que los factores externos explican aproximadamente 2,3% del crecimiento anual del PIB durante el periodo 2004-14. Esto es una contribución significativa en vista a que el PIB tuvo un crecimiento anual promedio del 4.8% durante ese periodo.

Crecimiento económico y productividad

En los últimos diez años, el PIB de Paraguay creció a un ritmo muy superior respecto a lo observado en la década anterior: en el período 2003-2014, la economía paraguaya creció a una tasa anual promedio de 4,8%, muy por encima del 1,8% del decenio 1992-2002 (TABLA 1). No obstante, la tasa anual de crecimiento del país sigue mostrando una inusual volatilidad, con picos de hasta el 14,2% en el 2013 y con recesiones de -3,2% y -1,2% en el 2009 y 2012, respectivamente.³ Al excluir los sectores más ligados a factores externos como la agricultura y la generación de energía eléctrica (aproximadamente 30% del PIB total), la tasa de crecimiento de la economía se vuelve más estable, pero su dinámica de crecimiento se mantiene en torno al ritmo de expansión del PIB total (4,8% en promedio para el período 2003-2014).

Durante ese lapso, sectores no tradicionales de la economía paraguaya adquirieron mayor protagonismo en la generación del PIB. Por un lado, los servicios doblaron su contribución promedio a la producción anual (de 28,4% entre 1992-2002 pasó a 46,7% entre 2003-2014) para convertirse en el sector con mayor contribución en el PIB. Dentro de este sector se destacan el dinamismo de las comunicaciones, del transporte y de la intermediación financiera, esta última, reflejo de una mayor bancarización y expansión de la economía en su conjunto.

Si bien el sector secundario redujo su contribución al crecimiento en los períodos de referencia, esto se dio principalmente como resultado de un menor aporte de las binacionales. No obstante, la construcción –que tenía una incidencia negativa en la actividad económica anual (-9%)– se convirtió en otro motor doméstico de crecimiento con una contribución de 4,5%.

En línea con un mayor dinamismo de estos sectores, las actividades agropecuarias han mantenido su importante papel en el crecimiento de Paraguay. El crecimiento anual promedio de la agricultura prácticamente se ha duplicado en los últimos diez años, pasando del 4,5% al 9,0%. A su vez, la producción del sector ganadero ha tenido aumentos anuales del 5,6% en la década reciente (mucho mayor al 3,6% observado anteriormente). No obstante, la contribución del sector primario se vio reducida de 37,4% a 29,4%.

³ De acuerdo a un estudio del Banco Mundial (2014a), el crecimiento del PIB real de Paraguay ha sido uno de los más volátiles de la región en los últimos años. Entre 2000 y 2011, el crecimiento del PIB real en Paraguay fluctuó en 5,5 puntos porcentuales, excediendo la volatilidad de la mayoría de los países pares latinoamericanos. De acuerdo a este estudio, el modelo productivo de Paraguay (cimentado en la agricultura y ganadería) es una de las causas de la volatilidad de su economía.

Tabla 1

Crecimiento promedio por sector económico y contribución en el PIB, en porcentaje.

Sector económico	Crecimiento promedio		Contribución	
	1992-2002	2003-2014	1992-2002	2003-2014
Primario	3,7	7,0	37,4	29,4
Agricultura	4,5	9,0	28,6	23,1
Ganadería	3,6	5,6	8,5	5,8
Otros primarios	0,1	1,4	0,3	0,5
Secundario	1,3	3,0	22,4	17,7
Industria(*)	1,1	3,2	9,6	8,6
Construcción	-3,9	6,5	-9,0	4,5
Binacionales	4,0	1,8	21,9	4,7
Terciario	1,2	5,4	28,4	46,7
Transportes	2,0	5,8	3,2	4,0
Comunicaciones	10,6	8,0	10,1	5,8
Finanzas	-1,0	8,2	-1,2	3,8
Otros servicios	0,8	4,9	16,3	33,0
Impuestos a los productos	3,4	4,5	11,8	6,2
PIB	1,8	4,8	100,0	100,0
PIB sin agro y sin binacionales	1,2	4,9		

(*): Incluye electricidad y agua.
Fuente: Banco Central del Paraguay.

Este proceso de mayor diversificación de la base productiva se vio reflejado también en la canasta exportadora del país. Actualmente, las exportaciones de mayor importancia son las manufacturas de origen agropecuario (carne, aceites, cuero, entre otros), las cuales han mostrado un crecimiento exponencial. En 1995 las ventas externas de estos productos representaban solo el 3,5% del PIB mientras que en el 2014 representaron el 11,5%. De esta manera, superaron a la exportación de productos primarios, los que históricamente habían sido el principal rubro de exportación. Si bien sus niveles siguen siendo importantes, representando en torno al 10,2% del PIB en 2014, en los últimos años fueron cediendo su importancia frente a las manufacturas de origen agropecuario, consecuencia de un mayor proceso de industrialización.

De la misma manera, las exportaciones de manufacturas de origen industrial duplicaron su importancia económica y pasaron de representar el 1,1% del PIB en 1995, a 2,5% en 2014. Al respecto, la industria bajo el régimen de maquila se ha

expandido significativamente en los últimos años hasta representar en el 2014 el 24% del total de las exportaciones de manufactura de origen industrial.⁴

Para complementar el análisis y comprender los factores que contribuyeron al crecimiento económico paraguayo, se presenta un ejercicio tradicional de contabilidad de crecimiento a partir del enfoque de la función de producción.

Contabilidad del crecimiento: caso paraguayo

Existe una amplia literatura que estudia los factores que determinan el crecimiento económico de los países en el largo plazo. En una de las investigaciones más renombradas, Solow (1956) concluye que el nivel del producto de un país está determinado por la tasa de ahorro, la tasa de crecimiento de la fuerza laboral y el estado de la tecnología. Adicionalmente, este autor muestra que tasas de crecimiento más elevadas y sostenibles están asociadas principalmente con el progreso tecnológico.

Dada la importancia del tema, Solow (1957) propuso una metodología (denominada *contabilidad del crecimiento*) para cuantificar las fuentes del crecimiento económico de un país. En ella, a partir de las tasas de aumento del producto y de los factores de producción (capital físico y mano de obra), se calcula un residuo, es decir, la porción del crecimiento de la economía que no se encuentra explicada por una mayor acumulación de estos factores. En la literatura, este residuo se conoce como la productividad total de los factores (PTF). A partir de esta metodología, Solow encuentra que en la primera mitad del siglo xx una parte importante del crecimiento registrado en Estados Unidos puede atribuirse al progreso tecnológico. A partir de estos hallazgos, los economistas han centrado su atención en perfeccionar este modelo, por ejemplo, ajustando las medidas de fuerza laboral por mejoras en su calidad.

Utilizando el método descrito anteriormente, se realizó un ejercicio de contabilidad del crecimiento de la economía paraguaya para el período 1963-2014. En una primera etapa, se utilizaron únicamente los datos de población ocupada como se presenta en la TABLA 2. Posteriormente, se contempló un ajuste del trabajo por calidad, como se exhibe en la TABLA 3, tomando los años de educación promedio de los trabajadores y los resultados de Espínola (2001).⁵

4 A inicios del 2000, las exportaciones de maquila alcanzaban solamente USD 1 millón, mientras que al cierre de 2014 totalizaban USD 188 millones aproximadamente. La maquila registró un significativo aumento en la demanda de mano de obra, la cual se ha duplicado en los últimos dos años, y emplea actualmente a aproximadamente a 8500 personas. No menos importante es la transferencia de conocimiento inherente al proceso, especialmente en sectores como autopartes y productos farmacéuticos que son intensivos en ciencia e ingeniería.

5 Este estudio encuentra que por cada año de educación, el salario del trabajador se incrementa en promedio 12%.

Tabla 2

Crecimiento promedio del PIB y contribución de los factores de producción, en porcentaje

Período	PIB	Capital	Trabajo	PTF
1963-2014	4,9	2,4	1,7	0,8
1993-2014	3,5	1,4	1,5	0,6
1993-2002	1,8	1,5	1,0	-0,7
2003-2014	4,8	1,4	1,8	1,6

Fuente: Elaboración propia con base a datos del BCP y la Dirección General de Estadística, Encuestas y Censos (DGEEC).

Tabla 3

Crecimiento promedio del PIB y contribución de factores de producción con trabajo ajustado por calidad, en porcentaje.

Período	PIB	Capital	Trabajo(QA)*	PTF(QA)
1963-2014	4,9	2,4	2,2	0,3
1993-2014	3,5	1,4	2,2	-0,1
1993-2002	1,8	1,5	1,6	-1,3
2003-2014	4,8	1,4	2,7	0,8

Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCP y DGEEC.

Los principales resultados son los siguientes:

- *La acumulación de factores, y no mejoras en la productividad (PTF), ha sido el principal motor del crecimiento en Paraguay en la muestra completa;*
- *La aceleración en el ritmo de crecimiento observada en la última década se explica principalmente por un mayor aumento de la productividad (PTF).*

En el período de análisis, aproximadamente el 80% del crecimiento de la economía paraguaya estuvo explicado por la acumulación de capital y de mano de obra. Este porcentaje sube al 90% cuando la fuerza laboral se ajusta por calidad o por los años de educación de los trabajadores. Los resultados están en línea con lo observado por otros investigadores que han analizado los factores del crecimiento económico de Paraguay y de otros países de América Latina.⁶

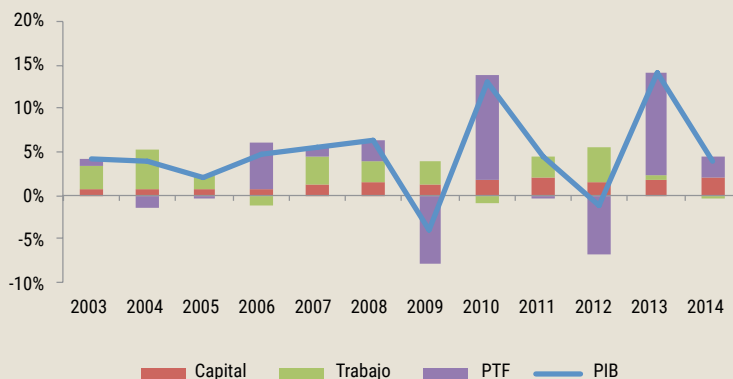
Desde el 2003, la contribución al crecimiento económico de aumentos en la productividad ha cambiado substancialmente. Esto se verifica aun con el ajuste por calidad del factor trabajo y representa una reversión de la dinámica registrada

6 Para el caso paraguayo ver Fernández y Monge (2003) o Garay, Castilleja y Lovera (2014). Ver Sosa, Tsounta y Kim (2013) o Ferreira, Pessoa y Veloso (2012) para el caso de países de América Latina.

en los años de pobre desempeño económico del período 1993-2002. El diferencial de crecimiento entre las dos últimas décadas ha sido del 3%, y la mayor parte de esta aceleración se explica por la evolución de la productividad: la PTF explica alrededor del 2% del mayor crecimiento observado a partir de 2003.

Gráfico 2

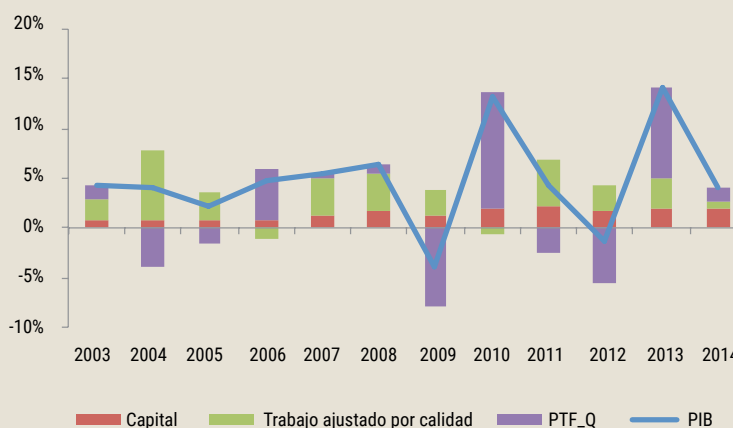
Crecimiento del PIB y contribución de los factores de producción



Fuente: Elaboración propia con base en datos de BCP y DGEEC.

Gráfico 3

Crecimiento del PIB y contribución de factores de producción con trabajo ajustado por calidad



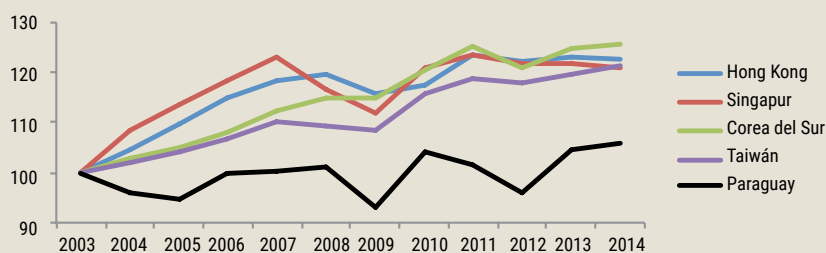
Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCP y DGEEC.

La PTF en Paraguay mejoró significativamente en la última década, pero mantiene una baja contribución al crecimiento anual del PIB (en torno al 16% en promedio cuando se toman en cuenta las mejoras en la calidad de la mano de obra). Adicionalmente, la mejora de la productividad sigue rezagada respecto a la de otros países de la región o a la de mercados emergentes del Asia.

En los últimos 25 años, exceptuando a Uruguay, la PTF de los países de América Latina se expandió a un ritmo muy por debajo al observado en los países asiáticos e inclusive se redujo en algunos casos (GRÁFICOS 4 Y 5). En el caso de la economía paraguaya, la productividad, medida por la PTF (QA), aumentó aproximadamente 6% durante la última década; muy por debajo del promedio de 22,5% registrado en los países asiáticos seleccionados y del 10% promedio de sus pares de la región.

Gráfico 4

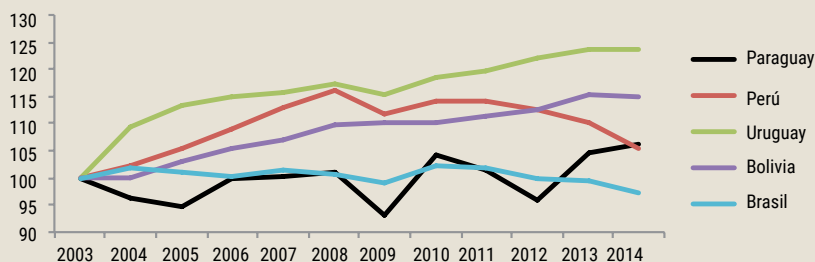
Evolución de la PTF en Paraguay y países asiáticos seleccionados, índice, 2003=100.



Fuente: Conference Board y BCP.

Gráfico 5

Evolución de la PTF en Paraguay y países seleccionados de la región, índice, 2003=100



Fuente: Conference Board y BCP.

El desafío que plantea el nuevo escenario global es que, como señala la literatura, el crecimiento de largo plazo no puede estar basado en la acumulación de factores de producción. De hecho, los estudios encuentran que la contribución de la PTF al crecimiento es superior en economías que exhiben un mayor aumento anual promedio del PIB. Vista la moderación que se anticipa en la acumulación de capital y las restricciones naturales sobre el factor trabajo, es poco probable que el Paraguay pueda sostener las altas tasas de crecimiento de la última década, a menos que la productividad mejore significativamente.⁷

Las causas del bajo crecimiento de la PTF en la región y en nuestro país son muchas y variadas, mientras que el diseño de una agenda de políticas que estimule progresos en la productividad es una tarea difícil. De acuerdo con organismos internacionales, entre las políticas a considerar deberían incluirse las siguientes: mejorar el clima de negocios y aumentar la competencia, reforzar las regulaciones de entrada y salida de empresas para facilitar la reasignación de recursos hacia nuevos sectores y de alta productividad; modernizar la infraestructura; fortalecer las instituciones para garantizar los derechos de propiedad y erradicar la corrupción.⁸

El análisis se centrará, a continuación, en uno de los pilares que pueden ayudar al deseado aumento de la productividad en el país: la infraestructura. Adicionalmente, en la segunda parte del capítulo se realizan consideraciones acerca del potencial papel de las instituciones y la diversificación de nuestra estructura económica.

7 Debiera esperarse que la expansión del capital físico se modere drásticamente debido a la normalización de las condiciones favorables de financiamiento externo y la reducción en los precios de las materias primas, dos factores claves del reciente aumento de la inversión. Por su parte, la contribución del factor trabajo estará restringida por algunas limitaciones naturales, como el envejecimiento de la población, si bien aún existe margen para incrementar las tasas de participación laboral (principalmente la femenina).

8 Ver Sosa (2013).

Fomento de la productividad: Infraestructura

“La creación y mantenimiento de las vías de comunicación necesarias para el comercio son imprescindibles y significan grandes y diversos gastos. Esas vías deben incrementarse a medida que crezca el producto anual de la tierra y el trabajo de la nación”.
Adam Smith

La provisión eficiente de los servicios de infraestructura es uno de los factores más importantes de las políticas de desarrollo, especialmente en aquellos países que orientan su crecimiento hacia el exterior. La carencia de una infraestructura moderna, así como la provisión inadecuada de los servicios que de ella se derivan, constituyen obstáculos para la implementación eficaz de políticas de desarrollo y la obtención de tasas de crecimiento económico que superen los promedios internacionales.

Una red adecuada e integrada de infraestructura para el transporte, las comunicaciones y la energía, permiten a una economía desarrollar mejor sus operaciones a nivel interno, alcanzar un alto grado de especialización productiva y volverse competitiva a nivel internacional. Lo afirmado cobra particular relevancia en economías pequeñas y abiertas como la del Paraguay. Esta dotación de infraestructura debe ser, además, de calidad, de manera a que la utilidad derivada del flujo de servicios provista por ella pueda ser sostenida en el tiempo (Rozas y Sánchez, 2004).

La inversión en infraestructura impacta positivamente en la productividad de los demás factores de producción.⁹ Un aumento del capital en infraestructura siempre aumenta la productividad de los otros factores pero, como resultado de los rendimientos decrecientes de escala, la magnitud de este efecto depende del *stock* inicial de capital disponible en la economía. Así, en países de bajos ingresos el impacto de la inversión pública en el sector es mucho mayor, considerando que sus economías se caracterizan por tener bajos niveles de infraestructura. El aumento de la productividad del capital privado, producto de una mejor infraestructura, incentiva a las empresas a aumentar sus niveles de inversión y contribuye así para lograr un crecimiento económico más elevado en el largo plazo.¹⁰

9 Por ejemplo, usando datos de Guatemala, Honduras y Nicaragua, Escribano y Guasch (2006) encuentran que la infraestructura tiene impactos significativos en la productividad de las firmas.

10 De la misma manera, como señala Torvik (2001), el efecto de la inversión pública en el mercado laboral sería igualmente positivo, en la medida que exista un alto grado de complementariedad entre el capital y el trabajo calificado.

Numerosos trabajos han analizado esta correlación entre inversión en infraestructura y crecimiento económico. Por ejemplo, Aschauer (1989) encuentra que el papel del gobierno en la dotación de infraestructura es determinante para mejorar la productividad y elevar el crecimiento económico de los países. Su estudio encuentra que la elasticidad del crecimiento respecto al gasto en infraestructura pública, excluyendo gastos militares, es de 0,24%. Además, concluye que una de las posibles causas para la caída de la productividad en Estados Unidos en el período 1971-1985 ha sido la reducción del gasto público en infraestructura.

Si bien la robustez de estos resultados fue cuestionada, otros trabajos más recientes confirmaron la contribución de la infraestructura al crecimiento económico. Easterly y Rebelo (1993) evalúan el papel de la política fiscal como determinante del mismo. Utilizando datos de panel para 24 países, encuentran que el gasto en transporte y comunicaciones está positivamente correlacionado con el crecimiento económico.

Calderón y Servén (2004) estudian el efecto del desarrollo de la infraestructura sobre el crecimiento económico y la distribución del ingreso utilizando datos de panel de 121 países. Sus resultados destacan que el nivel de infraestructura tiene un efecto importante y significativo sobre el crecimiento económico de largo plazo, con resultados robustos a cambios en las medidas de infraestructura y técnicas de estimación utilizadas. Asimismo, señalan que tanto la calidad como la cantidad de infraestructura contribuyen a menores niveles de desigualdad del ingreso.

Nuestro acervo de infraestructura

Indicadores de distintos sectores demuestran que la situación de la infraestructura en nuestro país se encuentra muy por debajo de las necesidades de la economía. Con relación a la parte vial, el porcentaje de pavimentación de las rutas -esto es, rutas asfálticas con concreto asfáltico y con tratamiento superficial- ascendía a 16% en el 2011, por debajo del promedio regional de 21,8% indicados por Barbero (2011). Más recientemente, los cambios no fueron significativos ya que este porcentaje aumentó levemente a 17,34% a inicios de 2015. Paraguay posee una red vial de 32.327,87 km de extensión, de los cuales aproximadamente 5.605,50 km son rutas pavimentadas, 24.209,69 km son caminos de tierra y enripiados y los 2.538,57 restantes, corresponden a adoquinados, empedrados, entre otros.

La infraestructura portuaria del país empezó a desarrollarse a partir de la promulgación en 1994 de una ley que permitía la operación de puertos por parte del sector privado, sumado al rápido crecimiento del comercio exterior, principalmente de la exportación de cereales y oleaginosas. De esta manera, se construye-

ron alrededor de 42 puertos privados entre 1999 y 2011, en su mayoría exclusivos para la exportación de granos.¹¹

El incremento de la cantidad de puertos explica, de alguna manera, el aumento de las exportaciones a través del transporte fluvial, las que en el 2000 eran aproximadamente de un millón de toneladas y que ascendieron a 9 millones de toneladas en el 2014. Sin embargo, los sectores productivos encontraron otras falencias de la infraestructura en este sector, principalmente la falta de dragado y balizamiento de los ríos que restringen la capacidad de carga de las embarcaciones e impiden la navegación en horario nocturno.

En cuanto a la infraestructura eléctrica, en 2012 el 98% de los hogares paraguayos tenía acceso a energía eléctrica, por encima del 92% promedio de América Latina.¹² Por otro lado, el consumo per cápita se expandió significativamente, pasando de 760 kWh por habitante en 2003 a 1.330 kWh en 2013, según estadísticas de la Administración Nacional de Electricidad. No obstante, este consumo se encuentra aún por debajo del promedio regional de 1.600 kWh alcanzado en el 2012. En materia de oferta de energía, Paraguay es el líder en generación de energía eléctrica per cápita en América Latina, con aproximadamente 9.000 kWh por habitante al año. Este nivel se ha mantenido relativamente constante en la última década, pero se posiciona muy por encima del promedio regional de 2.200 kWh per cápita en el 2012.

Las mayores deficiencias de la infraestructura eléctrica están asociadas a las pérdidas de energía¹³ durante los procesos de distribución y transmisión. Latinoamérica registró, durante el período 2007-2011, una pérdida promedio de electricidad del 17%; por encima de regiones como África (14%) o Medio Oriente (12%) y casi el triple del 6% verificado en países de ingresos altos y que se utiliza como umbral de referencia (GRÁFICO 6). En América del Sur, Paraguay lideró el *ranking* de pérdidas de electricidad durante este período, las cuales ascendieron a 32%, el doble de lo observado en Brasil y Argentina (GRÁFICO 7), y se originaron principalmente en el proceso de distribución (aproximadamente 75% del total). Por su parte, las pérdidas en transmisión alcanzaron 8%, mientras que en otros países de la región se encontraban entre 1,6% y 3,6% (GRÁFICO 8).

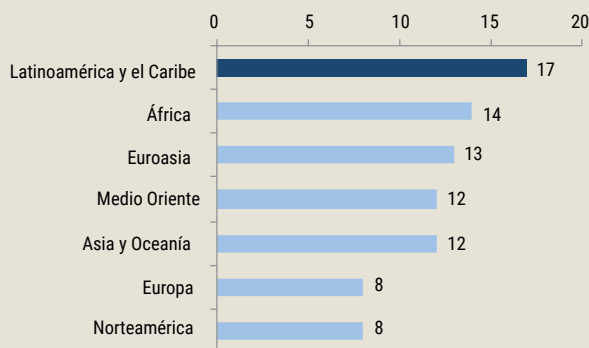
11 Ver Banco Interamericano de Desarrollo (2013).

12 Ver Banco Mundial (2013).

13 Las pérdidas de transmisión y distribución de energía eléctrica incluyen las pérdidas que se producen en la transmisión entre fuentes de suministro y puntos de distribución y en la distribución a los consumidores, incluyendo el hurto (Banco Mundial, 2013).

Gráfico 6

Pérdidas por región, promedio 2007-2011, porcentaje de producción eléctrica

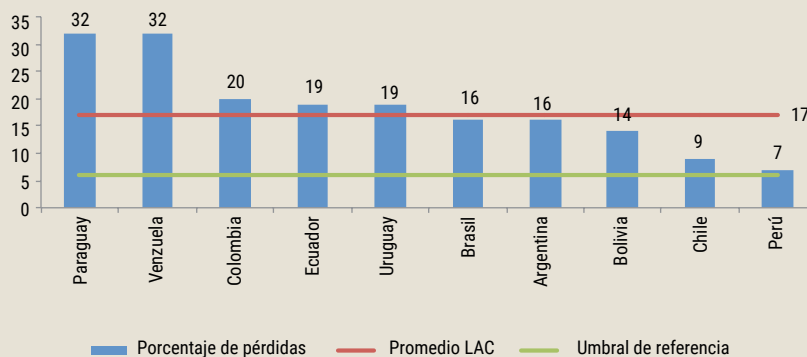


Fuente: BID.

La situación mejoró marginalmente en años recientes. Así, el porcentaje de pérdidas con respecto a la energía entregada al mercado nacional pasó de 16% en el 1993, alcanzó un pico de 33,5% en el 2006 y se redujo gradualmente a 25% en el 2014. Considerando las pérdidas observadas en los pares de la región, queda mucho por hacer.

Gráfico 7

Pérdidas en América del Sur, promedio 2007-2011, porcentaje de producción eléctrica

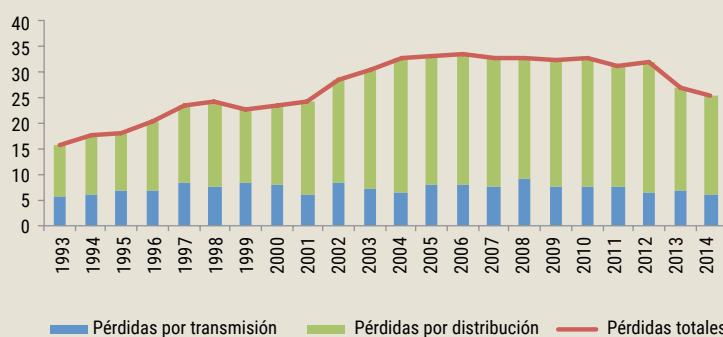


Fuente: BID y ANDE.

En cuanto a las telecomunicaciones, los datos del Banco Mundial indican que 43 de cada 100 paraguayos contaban con acceso a internet en 2014, cifra muy superior a los 20 de cada 100 que se registraban en 2010. Este nivel de acceso ubica a Paraguay en el sitio promedio de América Latina, siendo Chile el país que lidera este indicador con 73 usuarios de internet por cada 100 habitantes. Sin embargo, estos servicios continúan siendo relativamente caros en el país. En 2014 la tarifa promedio de banda ancha fija de 1 MB en la región representaba 3,8% del PIB per cápita según estudio de la CEPAL (2015). En Paraguay, la tarifa equivalía a 4,8% de su PIB per cápita. Además, los indicadores de densidad telefónica muestran que la telefonía celular ha tenido un importante crecimiento, pasando de 30,2 a 105,6 suscriptores del servicio por cada 100 habitantes entre 2004 y 2014¹⁴. No obstante, esta figura se encuentra por debajo del promedio regional de 111,1.

Gráfico 8

Pérdidas por transmisión y distribución en Paraguay, porcentaje de la producción eléctrica



Fuente: ANDE. Pérdidas Totales / Energía Entregada Mercado Nacional.

Finalmente, en el 2003 la cobertura de servicios de saneamiento sanitario alcanzaba al 64,8% de la población paraguaya, mientras que en lo referente a agua corriente llegaba al 79%.¹⁵ Estos porcentajes se encontraban por debajo del promedio de la región, donde el acceso a estos servicios ascendía a 76,9% y 90,9%, respectivamente. Recientemente se observó un incremento de la cobertura de ambos servicios hasta alcanzar en el 2012 al 79,7% de la población en lo referente a servicios de saneamientos sanitarios (levemente por debajo del promedio regional de 81,7%), mientras que los servicios de agua corriente alcanzaron a 93,8% de los individuos (también ligeramente inferior al 94,03% promedio de la región).

¹⁴ Base de datos de la Unión Internacional de Telecomunicaciones (2015).

¹⁵ Ver Banco Mundial (2012).

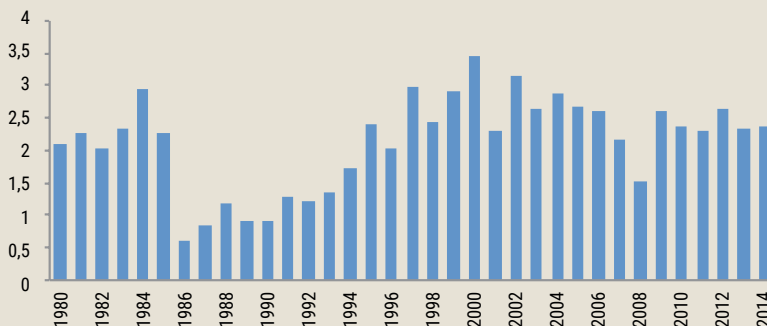
Inversión física del Gobierno

El papel del gobierno ha sido, es y será fundamental para cubrir los déficits de infraestructura actuales en el Paraguay, debido a que el sector privado se ha visto limitado a unos pocos sectores en la provisión de los servicios mencionados. No obstante, los montos observados de inversión pública en los últimos años han quedado muy por debajo de los niveles considerados ideales para un país que desea y necesita crecer rápido y de manera competitiva.

Perroti y Sánchez (2003) concluyeron que los países latinoamericanos necesitaban invertir en infraestructura un promedio de 5,2% del PIB por año entre el 2006 y el 2020 para afrontar las necesidades de empresas y consumidores finales. Para cerrar la brecha de infraestructura con Asia Oriental se necesitaba invertir un monto aún mayor: 7,9% del PIB. Una actualización reciente de este cálculo realizada por Perroti y Sánchez (2012) estimaba que los países de la región necesitarían invertir un promedio de 6,2% del PIB por año durante el período 2012-2020 para cerrar la brecha entre oferta y demanda de infraestructura. Sin embargo, en el 2014 la inversión en infraestructura llevada a cabo por la Administración Central, incluyendo empresas públicas del país, totalizó solo U\$D 800 millones o 3,3% del PIB.

Gráfico 9

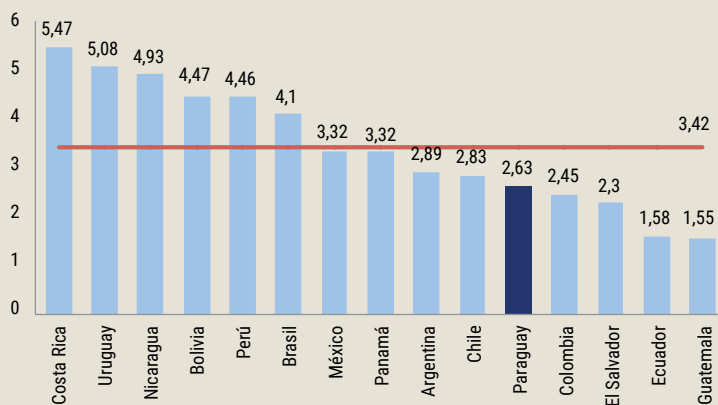
Evolución de la inversión física de la Administración central en Paraguay 1980-2014, porcentaje del PIB



Fuente: Situación financiera de la Administración Central, Ministerio de Hacienda.

Si la foto de la inversión pública en infraestructura en el 2014 es mala, la película es aún peor. El GRÁFICO 9 resume la evolución de la inversión estatal en infraestructura desde 1980 hasta 2014. El mayor nivel de inversión se registró en el 2000 cuando alcanzó el 3,45% del PIB, mientras 1986 fue el año con el menor nivel, 0,6% del PIB. Así, el promedio para este período fue de solo 2,1% del PIB. Este bajo nivel de inversión física durante los últimos 25 años deja en claro que nuestro país no ha estado haciendo lo suficiente y que la brecha de infraestructura (o divergencia entre oferta y demanda) se ha venido ampliando significativamente en el tiempo.

Gráfico 10
Inversión física en América Latina en el 2012, porcentaje del PIB



Fuente: CEPAL y BCP.

La falta de recursos para financiar una mejor infraestructura es una materia pendiente para toda la región. En el 2012, el promedio regional para gastos en infraestructura fue 3,42% del PIB (GRÁFICO 10). En todos los casos, la inversión física en la región se encuentra por debajo del 6,2% del PIB recomendado por Perotti y Sánchez, siendo Costa Rica y Uruguay los países que más invirtieron. Por su parte, Paraguay destinó solo 2,63% del PIB para mejorar su infraestructura, por debajo del promedio regional (que de por sí ya es bajo) y menos de la mitad que Costa Rica.

Queda claro que la inversión pública en infraestructura se ha situado muy por debajo de los niveles recomendados para cubrir las necesidades del Paraguay. Considerando el último cálculo de Perotti y Sánchez, esto significaría que en 2014 el país debería haber invertido U\$D 1.182 millones más de lo que finalmente destinó

a inversión física. Teniendo en cuenta la brecha con Asia Oriental, se necesitarían alrededor de U\$D 2.430 millones por año, lo que implica U\$D 1.700 millones adicionales. Si bien estas estimaciones deben tomarse con cuidado (principalmente por las implicancias fiscales que puedan tener), ellas resaltan la necesidad de desarrollar urgentemente una estrategia integral para lidiar con los cuellos de botellas del sector de infraestructura. Dado los elevados montos de recursos que se necesitan, esta estrategia integral deberá contar indefectiblemente con la participación activa del sector privado.

Indicadores internacionales sobre la infraestructura en Paraguay

El pobre acervo de infraestructura existente, el bajo nivel de inversión pública y la escasa o nula participación del sector privado se ven reflejados en las mediciones, elaboradas por diversos organismos internacionales, sobre las condiciones de la infraestructura de nuestro país. Uno de los indicadores más difundidos es el *Índice de Competitividad Global* (ICG), que trata de medir el desempeño de los diferentes países en la tarea de garantizar las condiciones necesarias para un progreso económico sostenible. Esta evaluación se realiza a través de varios indicadores agrupados en doce pilares, uno de los cuales se refiere a la calidad de la infraestructura de cada país. A su vez, este pilar está compuesto por nueve indicadores que se construyen en base a datos oficiales de entes gubernamentales o encuestas y que corresponden a diferentes tipos de infraestructura.

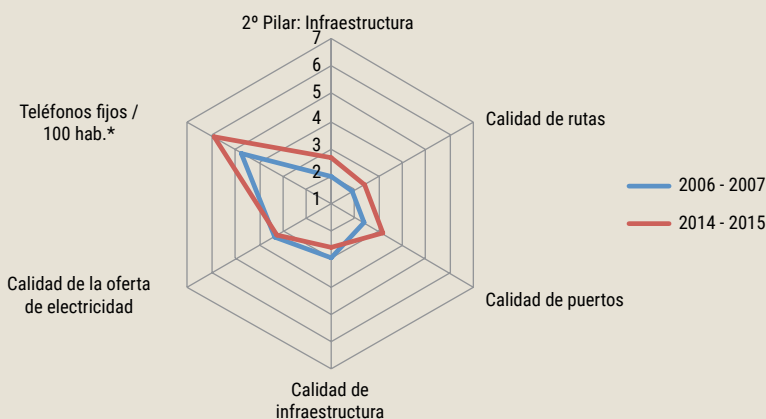
Los datos para el período 2014-2015 ubican a Paraguay en la posición 117 de 144 países evaluados, solo por encima de Venezuela y Haití en América Latina. En términos de renta per cápita, Paraguay ocupaba la posición 95 en ese período, por lo que la calidad de la infraestructura del país se encontraba en un lugar muy inferior al que podría esperarse dado nuestro nivel de desarrollo. De los 7 puntos posibles, Paraguay obtuvo una puntuación de 2,70 en este período (GRÁFICO 11). De acuerdo al reporte del ICG, una de las principales debilidades de la competitividad-país sigue concentrada en la falta de cobertura de la infraestructura física.

La situación de los sectores, así como su evolución en el tiempo, no es uniforme. Al analizar los indicadores en forma individual, puede verse que la calidad de rutas y la calidad de la infraestructura aeroportuaria son los que dejan peor posicionado al país, en los puestos 133 y 136, respectivamente. Únicamente en el indicador de líneas telefónicas móviles el país consigue ubicarse dentro de los primeros cien lugares (88).

Al comparar la puntuación más reciente con la obtenida en el mismo pilar en el período 2006-2007, se observa una leve mejora, explicada por avances en los in-

dicadores referentes a infraestructura portuaria y de comunicaciones. No es casual que sean estos dos sectores los que cuentan con una participación más activa del sector privado. Sin embargo, durante el período reciente se observaron retrocesos en los indicadores que miden la calidad de la infraestructura aeroportuaria y eléctrica (ambos en manos del sector público).

Gráfico 11
Índice de Competitividad Global, Pilar: Infraestructura (*)



(*) El indicador toma valores entre uno y siete, siendo siete la mejor puntuación.
Fuente: Foro Económico Mundial, Reporte de competitividad global.

Otro informe, el *Doing Business* del Banco Mundial (2014b), registra el tiempo transcurrido desde la partida de bienes del lugar de producción hasta su llegada al puerto marítimo de salida. De este modo se puede cuantificar indirectamente las condiciones de la infraestructura relacionada con el transporte, la dotación y calidad de medios de transporte, y la agilidad de los trámites aduaneros de un país.

La medición del 2015 indica que el tiempo requerido para exportar desde Paraguay un cargamento estándar de mercaderías es de 29 días, siendo 21 días el tiempo promedio para América del Sur. Si bien nuestra condición de mediterraneidad explica parcialmente este resultado, la posición desfavorable del país es también consecuencia de las debilidades en la infraestructura de transporte terrestre local. Así, si se compara con el otro país mediterráneo de la región, el tiempo para exportar desde Bolivia es bastante menor: solo 22 días.

Al analizar la evolución de este indicador con respecto al 2006, se encuentra que el país ha recortado en 7 días el tiempo necesario para comercializar sus bienes con el exterior. La implementación de una ventanilla única de exportación y

las mejoras en el sistema de inspección (ahora basado en riesgos) para reducir el tiempo de despacho en aduanas, han sido algunas de las medidas que contribuyeron a los avances observados.

Otro indicador que provee información acerca del estado de la infraestructura de una economía es el *Índice de Desempeño Logístico* del Banco Mundial, el cual evalúa la percepción de expertos con respecto a las condiciones de logística. El mismo está basado en encuestas realizadas por el organismo multilateral, en asociación con instituciones académicas e internacionales, compañías privadas e individuos involucrados en la logística internacional.

De acuerdo a este indicador, Paraguay logró en el 2014 una calificación de 2,78 puntos de cinco posibles, por encima de los 2,57 alcanzados en el 2007. Los principales avances se registraron en las categorías relacionadas a envíos internacionales, eficiencia del proceso del despacho de aduana y la facilidad de acordar embarques a precios competitivos. Sin embargo, en la comparación con la media de la región, la evaluación sigue siendo bastante desfavorable (TABLA 4).

Tabla 4
Índice de desempeño logístico

	Paraguay		América del Sur
	2007	2014	2014
Índice de desempeño logístico	2.57	2.78	2.85
Eficiencia del proceso del despacho de aduana	2.20	2.49	2.56
Calidad de la infraestructura relacionada con el comercio y el transporte	2.47	2.46	2.68
Facilidad de acordar embarques a precios competitivos	2.29	2.83	2.86
Calidad de los servicios logísticos	2.63	2.76	2.81
Capacidad de seguir y rastrear los envíos	2.67	2.89	2.91
Costos logísticos domésticos	3.13	n/d	n/d
Frecuencia con la cual los embarques llegan al consignatario en el tiempo programado	3.23	3.22	3.25

Fuente: Banco Mundial.

Costos derivados del déficit en infraestructura

Diversos trabajos buscan estimar las pérdidas económicas generadas por una infraestructura deficiente. Entre ellos, Calderón y Servén (2004) evaluaron el impacto del desarrollo de infraestructura sobre el crecimiento económico y la desigualdad del ingreso. Los resultados indican que el crecimiento es afectado de forma positiva por el *stock* de infraestructura y que la desigualdad del ingreso se reduce en la medida en que se genera un incremento de la cantidad y calidad de la infraestructura. Asimismo, estos autores encuentran que si los países de América Latina alcanzaran el nivel de *stock* y calidad de infraestructura del país líder en la región (Costa Rica), su crecimiento anual del PIB per cápita se incrementaría entre 1,1% y 4,8%.

Un estudio de la USAID (2006) busca cuantificar los costos en el sector transporte de Paraguay. Se analizaron los nueve principales corredores de importación y exportación del país, con el fin de determinar los costos de cada fase del proceso de transporte y logística.¹⁶

A partir del estudio de esos corredores, se encontró que los costos susceptibles de ser eliminados o minimizados en el total del comercio exterior del país ascendían a poco más de U\$D 326 millones, alrededor de 4,26% del PIB del 2005. Los principales costos provenían de la falta de dragado y balizamiento de los ríos, la mala calidad de la infraestructura vial y los retrasos en el acceso a puertos. Si bien se calculaba que aproximadamente 47% de los sobrecostos identificados eran resultado de la condición de mediterraneidad del país, 51% de los mismos estaban asociados a factores internos. Es decir, eran responsabilidad propia del Paraguay.

Ruiz Díaz y Ludeña (2008) utilizaron un modelo de equilibrio general del Global Trade Analysis Project (GTAP) para estimar el impacto de una política de inversión en infraestructura que permita reducir los costos de transporte. Estos autores encontraron que en Paraguay estos costos eran 1,7 veces mayores al promedio del Mercosur en el 2001 y que, en promedio, cada uno de los países del bloque registraba costos de transporte inferiores en un 54% con relación a nuestro país.¹⁷ Los resultados obtenidos en el estudio indicaban que una reducción de los costos de transporte en 54% contribuiría a un aumento de 0,24% en el PIB, al aumento de las exportaciones e importaciones (en 1,38% y 6,35%, respectivamente) y a una mejora de 3,88% en los términos de intercambio.


16 El trabajo analiza la secuencia de las transacciones, desde el preembarque hasta la llegada del producto al puerto de destino y, en el caso de la importación, desde su embarque hasta la llegada al depósito del consignatario. En el análisis, se han identificado y cuantificado los sobrecostos existentes en el proceso de exportación e importación para los productos y corredores.

17 Ruiz Díaz y Ludeña resaltan que en el 2001 nuestro país tenía el costo más alto de transporte relativo a su precio de importación y el segundo más alto por tonelada, incluso mayor que el de Bolivia, el otro país mediterráneo de la región.

Bibliografía

- ACEMOGLU, D., JOHNSON, S., ROBINSON, J. (2001). The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation. *American Economic Review*, 91, 1369–1401.
- AGENCIA DE LOS ESTADOS UNIDOS PARA EL DESARROLLO INTERNACIONAL [USAID] (2006). *Impacto del transporte y la logística en el comercio internacional del Paraguay*. Documento preparado por CARANA Corporation, en colaboración con la Cámara Nacional de Comercio y Servicios de Paraguay (CNCSP).
- ASCHAUER, D. (1989). Is public expenditure productive? *Journal of Monetary Economics*, 23, 177-200.
- BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (2013). *Plan Nacional de Logística - Paraguay 2013*. Asunción, Paraguay.
- BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (2015) *Construyendo gobiernos efectivos - Logros y retos de la gestión pública para resultados en América Latina y el Caribe*.
- BANCO MUNDIAL (2014a). *Volatilidad del crecimiento económico en Paraguay: Fuentes, Efectos y Opciones*. Asunción, Paraguay: Banco Mundial Latinoamérica.
- BANCO MUNDIAL (2014b). *Doing business 2015: Going beyond efficiency*. Washington, DC: World Bank Group.
- BARBERO, J. (2011). *Infraestructura para el desarrollo integral de América Latina*. Banco de Desarrollo de América Latina.
- BARRO, R. (1996). *Determinants of economic growth: A cross-country empirical study*. NBER Working Paper, 5698, National Bureau of Economic Research.
- CALDERÓN, C., SERVÉN, L. (2004). *The Effects of Infrastructure Development on Growth and Income Distribution*. Policy Research Working Paper N.º 3401.
- EASTERLY, W., Rebelo, S. (1993). Fiscal Policy and Economic Growth: An Empirical Investigation. *Journal of Monetary Economics*, 32, 417-58.
- ESPINOLA, Z. (2001). *Educación y ahorro. Variables claves para el despegue del Paraguay*. Dirección General de Estadísticas, Encuestas y Censos. Paraguay.
- HALL, R., JONES, C. (1999). *Why do some countries produce so much more output per worker than others?* NBER Working Paper, 6564, National Bureau of Economic Research.
- JIMÉNEZ, R., SEREBRISKY, T., Mercado, J. (2014). *Power Lost: Sizing Electricity Losses in Transmission and Distribution Systems in Latin America and the Caribbean*. Banco Interamericano de Desarrollo. Washington.
- LARDÉ, J., SÁNCHEZ, R. (2014). *La brecha de infraestructura económica y las inversiones en América Latina*. Comisión Económica para América Latina y el Caribe [CEPAL]. Edición N.º 332, Número 4.
- LUDEÑA, C., RUIZ DIAZ, F. (2008). *Sobrecostos de transporte: ¿maldición geográfica o falla de política de infraestructura? Una estimación para Paraguay desde un modelo de equilibrio general*. Departamento de Economía, Facultad de Ciencias Empresariales, Universidad Católica del Uruguay.
- KAUFMANN, D., KRAAY, A., & MASTRUZZI, M. (2014). *Worldwide governance indicators: Country data report for Paraguay, 1996-2013*. Washington, DC: World Bank Group.
- KRAUSE, M. (2015). Índice de calidad institucional 2015. Fundación Libertad y Progreso. México, DF: Red Liberal de América Latina.
- KRAUSE, M. (2013). Índice de calidad institucional 2013. Fundación Libertad y Progreso. México, DF: Red Liberal de América Latina.

- MINISTERIO DE HACIENDA (2014). Informe Financiero - Tomo I. Paraguay.
- PERROTI, D. y SANCHÉZ, R., (2011). *La brecha de infraestructura en América Latina y el Caribe*. Santiago de Chile. Serie 153.
- RODRIK, D. (2002). *Institutions, integration, and geography: In search of the deep determinants of economic growth*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- ROZAS, P. y SÁNCHEZ, R. (2004), *Desarrollo de infraestructura y crecimiento económico: revisión conceptual*. Serie DRNI N.º75, CEPAL. Santiago, Chile.
- SOLOW, R. (1956). A contribution to the theory of economic growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 70, 65-94.
- SOLOW, R. (1957). Technical Change and the Aggregate Production Function. *The Review of Economics and Statistics*, 39, 312-320.
- SOSA, S. et al (2013). *Is the Growth Momentum in Latin America Sustainable?*. IMF Working Paper. N.º 13/109. Washington: International Monetary Fund.
- TORVIK, R. (2001). Learning by doing and the Dutch disease. *European Economic Review*, 45, 285-306.
- BANCO MUNDIAL (2013). *World Development Indicators*. Web. 2015.



Quid Pro Quo: productividad y crecimiento económico (II)

Carlos Fernández Valdovinos

El autor agradece la colaboración de Viviana Garay Estepa, Fernando Rivarola, Guillermo Ortiz, José Herrera y Rosa Ortellado para la elaboración de este capítulo.

Fomento de la productividad: Instituciones

Nada es posible sin el hombre, pero nada dura sin las instituciones

Jean Monnet

En la sección anterior del capítulo, hemos considerado la calidad de la infraestructura en Paraguay y su importancia para el crecimiento económico, preservando que el acervo de capital físico disponible no es el único factor que determina el crecimiento económico. Existen otras barreras que dificultan los negocios y desincentivan la acumulación de factores de producción. Estas barreras no están relacionadas con la falta de financiamiento, sino con otros elementos como son las regulaciones tributarias y laborales, la burocracia del sector público, las irregularidades administrativas, los cuales, entre otros, reflejan una mala calidad de las instituciones de un país.

Para superar estas barreras y lograr incrementos en la productividad, generar empleos de calidad y reducir los niveles de informalidad, es fundamental propiciar un cambio en la composición de la canasta exportadora del país. Existen estudios que destacan el rol de la transformación estructural en el crecimiento económico, donde se argumentan que el crecimiento y el desarrollo son el resultado de la diversificación y sofisticación del conjunto de productos exportados por un país.¹ Por ello, una estrategia inteligente es profundizar la inserción de nuestra economía en los mercados globales. Sin embargo, tal como enfatiza la CAF (2005): “para materializar los beneficios de dicha mayor inserción internacional se requiere de una transformación productiva, definida como un aumento de la diversificación de la oferta exportadora con ganancias de productividad”. De acuerdo a dicho organismo multilateral, esta transformación productiva es la que redundará finalmente en mayores ingresos reales para los trabajadores y en un mayor desarrollo económico y social.

En esta sección se analiza el rol de las instituciones en el crecimiento, su estado actual en Paraguay y los potenciales beneficios de mejorar su calidad. Asimismo, se analizará el proceso de diversificación de las exportaciones paraguayas y se evaluará el costo de la baja diversificación, además de abordar el concepto de complejidad económica y sus beneficios.

Como punto de partida, cabe responder la pregunta, ¿qué son las instituciones y por qué son tan importantes? Las instituciones pueden ser definidas como un sistema de reglas, costumbres, creencias y organizaciones. Este sistema moldea la interacción humana, sea en el campo político, económico o social. Las instituciones determinan, por tanto, las *reglas de juego* en la economía, la política y la vida social; básicamente son como las normas que reglamentan la interacción entre los

1 Ver Hausmann (2007) y Rodrik (2006).

jugadores de cualquier deporte. Considerando que el crecimiento económico es resultado de aumentos en la productividad (es decir, de la innovación), ¿por qué algunos países han sido más exitosos que otros en innovar y adaptarse a los cambios tecnológicos? Para muchos economistas, las instituciones son un factor fundamental para entender estas diferencias en el proceso de desarrollo de los países.

Diversos autores, en número creciente, sostienen que las instituciones se encuentran entre los factores determinantes más importantes del crecimiento económico e inclusive, algunos afirman que las mismas tienen mayor relevancia que la acumulación de capital físico o humano. Gran parte de la literatura contemporánea acerca de instituciones y crecimiento económico se basa en el trabajo de Douglas North sobre la historia económica de Estados Unidos.² Acemoglu, Johnson y Robinson se encuentran entre los más férreos defensores de la primacía de las instituciones como factor causal del crecimiento económico.³ En sus análisis econométricos encuentran que, aunque los factores geográficos y culturales pueden ser importantes para explicar el desempeño económico de los países, las desigualdades en las instituciones económicas son el principal origen de las diferencias entre ellos respecto al crecimiento económico y la prosperidad.

En resumen, la literatura sostiene que el rol de los factores de producción (capital y trabajo) como determinantes del crecimiento económico depende en gran medida de las características del entorno institucional vigente. Esto es, derechos de propiedad y políticas que provean los incentivos correctos para una mayor acumulación de estos factores que puedan ser utilizados de forma más eficiente, para facilitar el aumento de los ingresos de un país en el mediano plazo.

Instituciones macro y microeconómicas

El rol de las instituciones debe estar destinado a lograr el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica. Esto implica crear instituciones que garanticen que las decisiones de política económica sean compatibles con mantener un crecimiento sostenible y en torno a su potencial. Para ello, es necesario asegurar que la inflación se mantenga baja y estable, además de consolidar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Al respecto, tanto modelos teóricos como trabajos empíricos muestran que mayores niveles de inflación están asociados con menores tasas de crecimiento económico.⁴ Igualmente, la experiencia latinoamericana es sumamente clara acerca de los elevados costos económicos y sociales derivados de una crisis en las finanzas públicas.

² Ver North (1961).

³ Ver Acemoglu, Johnson y Robinson (2001) o Acemoglu, Johnson y Robinson (2005).

⁴ Ver Barro (2013), Gylfason y Herbertsson (2001) o De Gregorio (1996).

Paraguay ha logrado importantes avances en estos aspectos a través de transformaciones en el cuadro institucional de la macroeconomía paraguaya. Tanto la Constitución Nacional como la Ley 489/95 proveen un marco legal adecuado para preservar la independencia operacional del Banco Central. Además, si bien la hiperinflación no ha sido un problema con el que hemos tenido que lidiar los paraguayos, debe destacarse la reciente modernización de la política monetaria mediante la adopción de un esquema de metas de inflación.⁵ En el aspecto fiscal, el Paraguay ha conseguido avances significativos en la última década. La consolidación fiscal fue uno de los pilares del programa de estabilización que contribuyó a la recuperación económica a partir del 2003. La reciente Ley de Responsabilidad Fiscal se convirtió en piedra fundamental para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo.

La estabilidad macroeconómica no es suficiente, sin embargo, para lograr un crecimiento estable e incentivar aumentos de productividad. También, debe existir un marco institucional adecuado que proteja los derechos de los individuos y de las empresas, que logre un equilibrio entre la necesidad de establecer mercados competitivos junto con una estructura de incentivos amistosa que promueva la innovación. Finalmente, este marco debería establecer un esquema de reglas claras y sencillas para mantener un clima de negocios atractivo. Como es resaltado por Rodrik (2002), estas instituciones microeconómicas constituyen la fundación de todo crecimiento económico de largo plazo.

El proceso de fortalecimiento en nuestro país de este tipo de instituciones no ha sido del todo exitoso ni equilibrado. Se han logrado avances valiosos en algunos sectores, pero claramente queda mucho que hacer en varios frentes tales como en el combate a la corrupción, en la protección de los derechos de propiedad, en los procedimientos de quiebra de empresas, etc. Como resultado, cuando se analiza el *Índice de Calidad Institucional* puede verse que “...en el período 2007-14 (Paraguay) apenas ha mejorado en 3 puntos, lo que es poco. Al compararla con los países de este hemisferio, la posición de Paraguay no es mala ni buena. Es establemente regular. Vale decir, no apto para eufóricos ni para pesimistas. Los hay mucho mejores y mucho peores”.⁶

Indicadores internacionales sobre las instituciones en Paraguay

La disponibilidad de numerosos indicadores, tales como los índices de libertad económica, de gobernabilidad o de calidad institucional, ha abierto las puertas al

5 En este contexto, la aprobación de las reformas de la Ley Orgánica del Banco Central y la Ley General de Bancos, Financieras y otras Entidades de Crédito será fundamental para seguir fortaleciendo el marco legal e institucional de la política monetaria y financiera del país.

6 Rodríguez Silvero (2015). Última Hora, 16 de mayo de 2015.

desarrollo del análisis comparativo y ha motivado estudios que buscan analizar la relación entre la fortaleza institucional de un país y su desempeño económico.

El *Índice de Calidad Institucional* (ICI), elaborado por la fundación Libertad y Progreso, utiliza ocho índices construidos por organismos internacionales (cuatro son políticos y cuatro económicos) para evaluar la calidad de las instituciones públicas en términos relativos entre los países. En el aspecto político, considera indicadores que evalúan la protección de los derechos individuales y el funcionamiento de la justicia; el funcionamiento de la democracia y la rendición de cuentas de los gobernantes a los ciudadanos, la libertad de expresión, y la existencia de mayor o menor corrupción. En lo económico, son evaluadas las trabas existentes para el funcionamiento de los mercados y el desarrollo de actividades emprendedoras, las condiciones de competitividad, y la libertad económica (que incluye la libertad contractual, de precios, de salarios, estabilidad de la moneda, apertura comercial, nivel del gasto público y de los impuestos, y regulaciones).

El ICI permite un análisis respecto a la situación de 193 países evaluados en relación a sus instituciones. La TABLA 5 resume las posiciones históricas de los países de América Latina. En el cuadro puede verse que, luego de descender hasta el puesto 140 en el 2010, Paraguay ha mejorado en 16 posiciones y en el 2015 se ha ubicado en el puesto 124. El indicador (que se mide entre cero y uno) alcanza un valor de 0,35 ese año y se ubica por debajo del promedio de América Latina (0,46); solamente por encima de Argentina, Bolivia, Ecuador y Venezuela. La tabla 5 permite ver que, dentro de la región, las principales mejoras en este período se dieron en Uruguay, Perú y Colombia.

Tabla 5
Ranking de Calidad Institucional 2015, América del Sur

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Chile	22	21	24	22	21	21	22	22	22
Uruguay	50	53	60	52	46	44	41	43	43
Perú	80	81	83	79	68	65	64	60	63
Colombia	100	99	97	92	89	86	83	80	82
Brasil	90	93	98	95	94	89	89	94	96
Paraguay	128	137	136	140	134	131	126	125	124
Argentina	93	112	114	120	125	122	127	134	137
Bolivia	118	125	133	145	143	140	136	136	139
Ecuador	133	143	143	148	148	145	151	143	151
Venezuela	161	172	174	180	185	181	183	184	184

Fuente: Fundación Libertad y Progreso.

Cuando se analiza el desempeño de los países, pero desagregando el ICI en sus dos componentes de instituciones políticas y de mercado, Paraguay se encuentra relativamente mejor posicionado en el segundo de ellos. En el primero, el país ocupaba el puesto 143 en 2015, mientras que en el segundo, se encontraba en el lugar 109. En los componentes del ICI que miden aspectos económicos o de mercado, la ubicación del país es comparativamente mejor que el indicador agregado: el *Índice de Libertad Económica* del Wall Street Journal y la Fundación Heritage y en el *Índice Doing Business* del Banco Mundial. En contraposición, el *Índice de Percepción de la Corrupción* de Transparencia Internacional o el *Índice del Estado del Derecho* del Banco Mundial, muestran una mayor debilidad relativa de las instituciones políticas del país.

Otro reporte utilizado como referencia a nivel mundial para medir la calidad de las instituciones de un país es el *Reporte de Competitividad Global* (GCR, por sus siglas en inglés) del Foro Económico Mundial. Como en la sección anterior se ha indicado, el reporte trata de medir el desempeño de los diferentes países en la tarea de garantizar las condiciones necesarias para un progreso económico sostenible. Esta evaluación se realiza a través de varios indicadores agrupados en doce pilares, uno de los cuales se refiere a la calidad de las instituciones de mercado y otro, acerca del entorno macroeconómico del país.

El reporte 2014-2015 reconoce la estabilidad macroeconómica del Paraguay y en este pilar ubica al país en el quinto puesto de dicho ranking en la región y en el número 54 a nivel mundial. Este quinto puesto posiciona a nuestra economía por encima de Uruguay y Brasil, países que actualmente cuentan con calificación de grado de inversión. Aún más, según el último reporte, Paraguay ocupa el primer lugar en el *ranking* de países con mejor control sobre la inflación a nivel mundial, una posición compartida nada menos que con países como Nueva Zelanda, Dinamarca y Alemania. El informe también destaca los bajos niveles de deuda pública del país, ubicando a Paraguay en el puesto 13 del citado rango global y segundo en Sudamérica.

En materia de instituciones de mercado, el país se ubica, sin embargo, en el puesto 134 sobre 144 posibles, solamente por encima de Argentina y Venezuela en la región. Giambagi y Castelar (2012) clasifican los 21 indicadores del pilar instituciones del GCR en tres grupos: i) uno inicial que comprende aquellas relacionadas a la gobernanza corporativa de las empresas; ii) otro intermedio que incluye aquellas referentes a las relaciones entre actores privados o en las que el Estado tiene una actuación pasiva; y, finalmente, iii) un grupo que abarca instituciones en donde el Estado tiene un rol relevante. Desafortunadamente, cualquiera sea el grupo considerado (TABLA 6), Paraguay resalta por la baja calidad de sus instituciones. En un solo indicador (peso de las regulaciones gubernamentales) el país se encuentra entre los primeros 50 lugares.

Además de la baja calidad, un análisis temporal destaca el deterioro en varios de los indicadores. Entre 2006 y 2014 se observan retrocesos en instituciones que

reflejan la protección a la propiedad intelectual, el comportamiento ético de las empresas, la confianza en los sectores políticos, la independencia del poder judicial, la asignación del gasto público y la confiabilidad en los servicios policiales. Las únicas mejoras observadas durante este período se dieron en los indicadores relacionados a carga regulatoria gubernamental (mejora del puesto 78 al 40) y transparencia en el diseño de las políticas públicas (sube del puesto 116 al 73).

Tabla 6
Ranking de Competitividad Global: Pilar instituciones

Indicador	Paraguay Promedio LAC				Promedio LAC
	2006-2007		2014-2015		2014-2015
	Valor*	Ranking	Valor ¹	Ranking	Valor
Índice de Competitividad Global	3,4	107	3,6	120	4,0
Instituciones	2.5	121	2,9	133	3,5
Derechos de propiedad	2.6	122	3,2	124	3,6
Protección a la propiedad intelectual	2.1	115	2,5	132	3,1
Desvíos de fondos públicos	1.9	119	1,8	141	3,0
Confianza de la población hacia la clase política	1.3	122	1,4	142	2,5
Pagos irregulares y sobornos	n/d	n/d	2,7	131	3,7
Independencia judicial	1.6	120	1,6	142	3,3
Favoritismo en decisiones del gobierno	1.8	120	2,0	139	2,8
Desperdicios en el gasto del gobierno	1.7	121	1,9	140	2,4
Carga regulatoria gubernamental	2.8	78	3,8	40	2,8
Eficiencia del marco legal en solución de disputas	n/d	n/d	2,4	136	3,1
Eficiencia del marco legal en regulaciones conflictivas	n/d	n/d	3,2	85	2,9
Transparencia en las políticas del gobierno	2.8	116	3,9	73	3,5
Costo del terrorismo	4.8	79	4,9	93	4,7
Costo del crimen y la violencia	2.6	112	3,6	110	3,0
Crimen organizado	3.4	106	4,4	91	3,7
Confianza en la policía	2.6	113	2,3	141	3,3
Comportamiento ético de las firmas	2.9	121	2,9	142	3,4
Fortaleza de los controles y auditorías	3.1	119	4,1	105	4,2
Eficacia de las juntas corporativas	3.6	120	4,0	118	4,2
Protección de los intereses de los accionistas minoritarios	3.3	109	3,5	107	3,6
Fortaleza de la protección al inversionista	5.7	30	5,7	57	4,3

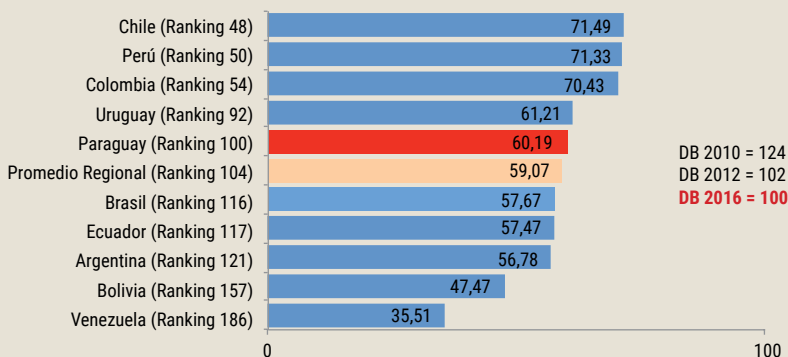
Fuente: Foro Económico Mundial.

* Los indicadores toman valores entre cero y siete, siendo siete el mejor, excepto para el indicador fortaleza de la protección al inversionista que toma valores entre cero y diez, siendo diez el mejor.

Otro indicador destacado es el Índice Doing Business del Banco Mundial, el cual intenta capturar lo fácil (o complejo) que es para un empresario local abrir y ejecutar un pequeño o mediano negocio cumpliendo las regulaciones existentes. El indicador analiza 11 áreas en el ciclo de vida de una empresa: apertura de un negocio, permisos de construcción, obtención de electricidad, registro de propiedades, obtención de crédito, protección de inversores minoritarios, pago de impuestos, comercio transfronterizo, cumplimiento de contratos, resolución de insolvencia y regulación del mercado laboral.

Gráfico 12

*Doing Business (DB) 2016: Desempeño de Paraguay en la región, distancia de la frontera**

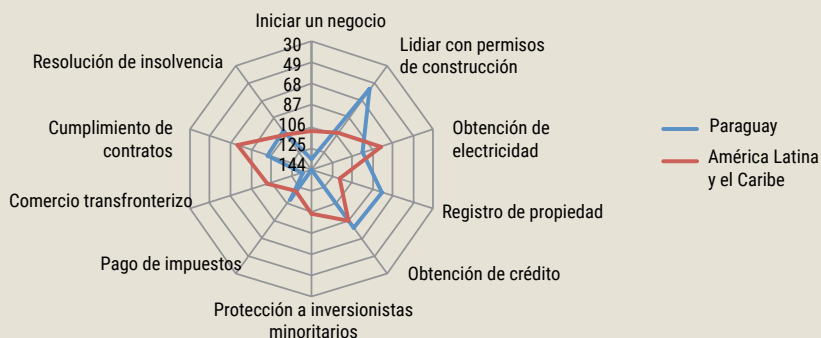


Fuente: Base de datos del Doing Business, Banco Mundial.

* La distancia de una economía a la puntuación de frontera se indica en una escala desde 0 a 100, donde 0 representa al peor desempeño y 100 la frontera o mejor desempeño.

En la edición 2016, la clasificación general ubica a Paraguay en el puesto 100 entre 189 economías, con una puntuación de 60,19 (de un máximo de 100) un poco por encima de la media regional de 59,07 (GRÁFICO 12). Adicionalmente, el índice muestra que la calificación de Paraguay se encuentra por encima de la media regional en cinco de los diez indicadores. Las puntuaciones más altas de nuestra economía corresponden a los indicadores sobre gestión de permisos de construcción, registro de la propiedad y obtención de crédito. Contrariamente, las puntuaciones más bajas se refieren a la apertura de una empresa, protección de los inversores minoritarios, comercio transfronterizo, cumplimiento de contratos y la resolución de insolvencia (por la duración relativamente larga en procedimientos de quiebra). En todos estos indicadores el país se encuentra por debajo del puesto 100 (GRÁFICO 13).

Gráfico 13
Doing Business 2016, Ranking Paraguay y América Latina*



Fuente: Base de datos del Doing Business, Banco Mundial.

* Escala: 1: borde exterior, mejor desempeño y 189: centro, peor desempeño.

El GRÁFICO 14 muestra la evolución de los distintos indicadores del *ranking* entre el 2007 y el 2016 con relación al país líder de ese año. Se observa una significativa mejora en cuanto a procedimientos para la apertura de una empresa y la obtención de permisos de construcción. Asimismo, se verifica una cierta mejora en los indicadores relacionados a la resolución de insolvencia, al comercio transfronterizo y al pago de impuestos. Sin embargo, en el último reporte se verifican retrocesos importantes en términos de protección a inversionistas minoritarios y en la facilidad de acceso al crédito.

Gráfico 14
Paraguay Doing Business 2007 y 2016: Distancia a la frontera*



* Por razones de comparabilidad, se muestran 9 de 11 componentes, debido a que el indicador de regulación del mercado laboral no está disponible para el reporte 2015, mientras que el indicador de obtención de electricidad no estaba disponible en el reporte 2007.

Algunos de los resultados más favorables se explican por las reformas que Paraguay ha realizado desde el 2007. Gracias a estas reformas, el país ha logrado avanzar en la facilidad para hacer negocios. En lo que respecta a las medidas para mejorar el comercio transfronterizo, se destaca la reducción del tiempo requerido para el cruce de frontera al implementarse un sistema único de ventanilla electrónica para la exportación y un sistema de inspección basado en riesgos. Asimismo, con la creación de una nueva estructura administrativa y un mejor sistema de seguimiento a las licencias en la Municipalidad de Asunción, se lograron simplificar los trámites para permisos de construcción. En materia de la obtención de créditos, el país mejoró el sistema de información de créditos al establecer una plataforma en línea para las instituciones financieras con el objetivo de intercambiar información acerca del registro público de créditos. En lo que respecta al pago de impuestos, se logró que el mismo sea más fácil para las empresas, a través de la implementación de la declaración y el pago electrónico, haciéndolo obligatorio para el Impuesto a la Renta y para el Impuesto al Valor Agregado.

Existen otros estudios que realizan un análisis acerca de cómo el entorno empresarial en una economía está condicionado por factores tales como el tamaño del mercado, las condiciones macroeconómicas y las regulaciones empresariales. En este sentido, las instituciones pueden convertirse en un medio para facilitar los negocios y fomentar la eficiencia o en un obstáculo que frene las decisiones de inversión. Las encuestas de opinión denominadas *Encuesta de Empresas* del Banco Mundial y *Encuesta de Opinión Ejecutiva* del Foro Económico Mundial sirven de base para identificar los principales obstáculos enfrentados por las empresas.

En el Paraguay, las prácticas del sector informal son consideradas como el principal obstáculo según lo informado por la *Encuesta de Empresas* del 2006 y del 2010, con un ratio casi dos veces mayor al promedio regional y común a las empresas independientemente de su tamaño. La corrupción es el área más problemática para los encuestados del Foro Económico Mundial y la tercera más alta de los dos años (2006-2010) de la *Encuesta de Empresas*. Otros obstáculos comunes encontrados fueron la oferta laboral con baja calidad educativa y la burocracia e ineficiencia gubernamental.

En el otro extremo, las tasas y la gestión de los impuestos son menos preocupantes para los encuestados, sobre todo en comparación con otras empresas de la región. A su vez, la perspectiva de las empresas sobre el acceso a la financiación y la percepción de la inestabilidad política han mejorado significativamente desde el 2006.

¿Cuál es el costo de tener malas instituciones en términos de crecimiento económico? Utilizando un modelo de corte transversal con datos de 80 países, Corbo, Hernández y Parro (2005) estudiaron las diferencias en el desempeño económico y social de los países de América Latina con relación a la economía chilena en la década de los 90. Estos autores argumentan que mejores instituciones y políticas explican por qué Chile pudo enfrentar los *shocks* adversos en esa década

de una mejor manera. Esto permitió a la economía chilena no solo tener un mayor crecimiento económico con respecto a sus pares de la región, sino que igualmente su economía registró una menor volatilidad.

Con base en los resultados de este estudio, es posible calcular los efectos potenciales para el Paraguay de contar con instituciones de similar calidad (medidas por los índices de gobernanza del Banco Mundial) a las de Chile o a las de Finlandia, que encabezaba el ranking durante el período de análisis. Si Paraguay hubiese contado con un marco institucional similar al de Chile, el crecimiento del PIB per cápita hubiera sido mayor en 2,3% y su volatilidad se hubiera reducido en 2,5% (TABLA 7). Por su parte, si nuestro país hubiese contado con instituciones de similar calidad a las finlandesas, el aumento del PIB per cápita paraguayo hubiera mejorado en 3% y la volatilidad del mismo se hubiera reducido en 3,2%. Estos efectos son muy significativos, teniendo en cuenta que en el período considerado por el análisis (1960-2000), el crecimiento promedio del PIB per cápita paraguayo había sido solo del 2,1%.

Tabla 7

Impacto de distintos niveles de calidad de instituciones en el crecimiento y la volatilidad del PIB per cápita de Paraguay, en porcentaje

	Instituciones de Chile			Instituciones de Finlandia		
	Min.	Media	Max.	Min.	Media	Max.
Crecimiento del PIB per cápita	1,3	2,3	3,3	1,7	3,0	4,3
Volatilidad del PIB per cápita	-1,6	-2,5	-3,3	-2,1	-3,2	-4,3

Fuente: Corbo, Hernández y Parro.

Fomento de la productividad: Diversificación y complejidad productiva

En algunas ciudades, para ahorrar el costo del transporte, se montaron fábricas que imitaran los productos extranjeros y se mejoraron las que existían con anterioridad
Adam Smith

La concentración sectorial de las exportaciones ha sido una preocupación constante de muchas autoridades económicas, ya que ella constituye un freno para el desarrollo de los países. La escasa diversificación de la oferta exportable y, en concreto, su concentración en un número limitado de recursos naturales pueden obstaculizar el avance sostenido de una economía. En particular, las amplias fluctuaciones en los ingresos por exportaciones, que tienden a estar asociadas a dicha

aglomeración, generan altos costos en términos de cohesión social, asignación eficiente de los recursos y crecimiento económico.

Una amplia evidencia empírica sugiere que una alta concentración de las exportaciones se encuentra asociada a un menor crecimiento económico de los países. Es posible identificar los siguientes mecanismos como explicación a esta relación inversa:

- i. Una baja diversificación de las exportaciones totales implica una elevada susceptibilidad a choques sectoriales específicos y, en consecuencia, conlleva a una alta volatilidad de los ingresos por exportaciones y del crecimiento. Las oscilaciones pronunciadas en los ingresos de divisas reducen la capacidad importadora y redundan en sub-inversión por parte de inversores con aversión al riesgo. En general, países con fluctuaciones cíclicas más volátiles exhiben menores tasas de crecimiento.
- ii. Suponiendo la prevalencia de preferencia por la variedad, menor diversificación resulta en un menor nivel de exportaciones.
- iii. Finalmente, una baja diversificación limita el crecimiento de la productividad, en virtud de que no favorece un aumento de la eficiencia en la utilización de los insumos ni un aprendizaje efectivo a través de la actividad exportadora.

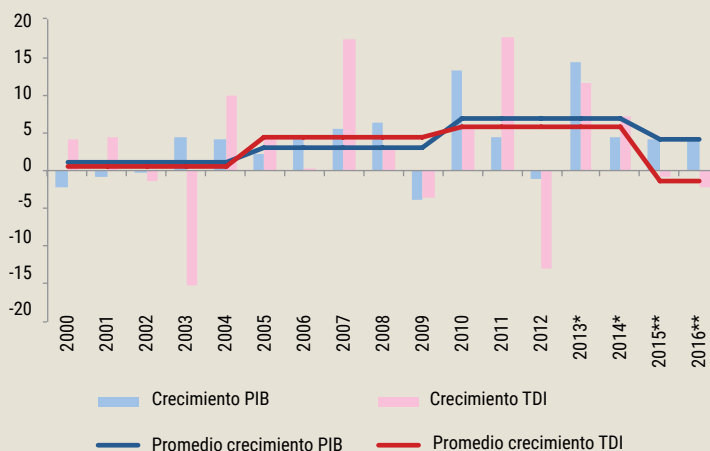
Además, un estudio realizado recientemente por Ricardo Hausmann y César Hidalgo plantea el concepto de complejidad económica como determinante clave del crecimiento y el desarrollo a largo plazo.⁷ La idea es que la complejidad económica capta el conocimiento productivo de un país, y este se refleja en la amplitud y sofisticación de los bienes que dicho país exporta. Las economías más complejas suelen exportar un rango más amplio de bienes y, además, esos bienes suelen ser más sofisticados. Dada la considerable dependencia en la exportación de materias primas en América Latina (y en Paraguay), resulta lógico pensar que la falta de diversificación y complejidad productiva constituye un obstáculo importante para un crecimiento más fuerte y sostenido.

Nuestro país, al igual que otras economías de la región, se benefició de un crecimiento extraordinario en la última década, con tan solo breves tropiezos durante la crisis financiera del 2008-09. Para el caso del Paraguay, que posee una canasta exportadora con alta participación de productos agrícolas, este desempeño se vio fuertemente influenciado por el *boom* en los precios de las materias primas, los cuales alcanzaron picos históricos de cotización durante este período (GRÁFICO 15). Sin embargo, el contexto internacional más reciente vino acompañado de una caída significativa de estos precios, con lo cual los términos de intercambio del país y sus perspectivas de crecimiento se deterioraron severamente.

7 Ver Hausmann e Hidalgo (2015).

Gráfico 15

Crecimiento económico y términos de intercambio: Paraguay, en porcentaje



** : Proyección del PIB en base al Fondo Monetario Internacional (FMI). Proyección del TDI en base a cálculos propios con proyecciones de precios del FMI.

En conclusión, la literatura deja en claro la importancia de la diversificación y de la sofisticación productiva para países con la misma estructura y condición económica que el Paraguay. Esto no solo para lograr un crecimiento sostenido en el tiempo, sino igualmente como blindaje ante choques externos (como lo es una caída importante en los términos de intercambio).⁸ Al analizar distintos indicadores que sintetizan la evolución de la canasta exportadora del país, se puede encontrar evidencia que se han realizado esfuerzos por diversificarse y dotar a nuestros productos de una mayor complejidad, aunque es notorio que aún existe un largo camino por recorrer.

Indicadores de diversificación productiva en Paraguay

Las exportaciones paraguayas difieren, en la actualidad, en niveles y composición, a lo observado en décadas pasadas. A principios de los 90, el algodón y las semillas de soja representaban alrededor del 60% de nuestras exportaciones.



8 Castillo y Salas (2010), Mendoza (1995) y Easterly et al. (2001) muestran que shocks en los términos de intercambio tienen una relación significativa con los ciclos económicos, principalmente en pequeñas economías abiertas en desarrollo.

A partir de 1997, el algodón perdió protagonismo y la soja se posicionó como principal producto, llegando a representar el 40% del total exportado a finales de la década de los noventa.

Desde entonces algunos aspectos de las exportaciones paraguayas han cambiado. En primer lugar, la tasa de crecimiento anual promedio de nuestras ventas externas (expresadas en U\$D) se incrementó del 4% entre 1995-2003 al 14% entre 2004-2014, en coincidencia con el *boom* de los precios de las materias primas. Esta dinámica ha permitido que nuestras exportaciones pasen a representar más del 30% del PIB (o U\$D 9.650 millones) a fines del 2014, muy por encima de 22% del PIB (o U\$D 1.800 millones) registrado en 1995. Además, Paraguay ha logrado posicionarse en el mundo con aquellos productos en los que goza de una ventaja comparativa. Hoy es el cuarto exportador mundial de aceite y semilla de soja, mientras que ocupa el sexto lugar como exportador de maíz, trigo y carne bovina.

En segundo lugar, puede observarse que existieron cambios importantes en la participación de los principales rubros de exportación. Así, la composición del listado de los 10 productos principales se ha modificado significativamente (TABLA 8). En el 2014 aparecen productos de mayor valor agregado como cueros curtidos, juegos de cables y azúcar, sustituyendo a algunos productos primarios que han perdido preponderancia como el algodón. La energía eléctrica, que representaba el 49% del total exportado en el año 2003, ha reducido su participación hasta el 23% en el 2014.

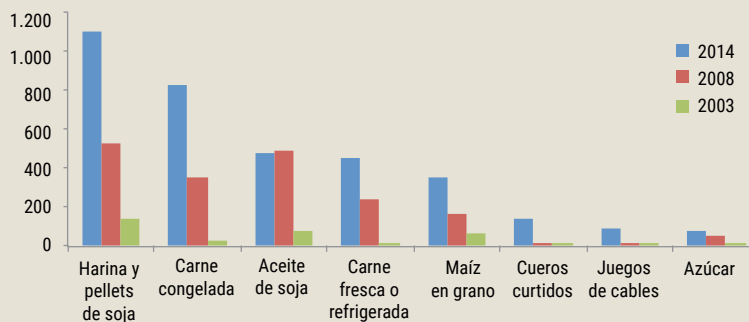
Tabla 8
Ranking de principales productos exportados por valor

Principales productos		2014	2003
Semillas de soja		1	2
Energía eléctrica		2	1
Harina y pellets de soja		3	3
Carne congelada		4	9
Aceite de soja		5	4
Carne fresca o refrigerada		6	10
Maíz en grano		7	5
Cueros curtidos		8	--
Juegos de cables para bujías de encendido		9	--
Azúcar		10	--

Fuente: BCP.

El GRÁFICO 16 presenta la evolución, en el período 2003-2014, de los principales bienes de exportación sin tener en cuenta la comercialización de semillas de soja y de energía eléctrica. Como se puede observar, la importancia de aquellos productos procesados de la soja y de la carne ha aumentado considerablemente en la última década. Así, los bienes derivados de la soja (como el aceite, harina y pellets) se destacan actualmente por su importancia relativa en el total de las exportaciones. Estas representaron el 16% del valor exportado en 2014, por encima del 9% observado en el 2003. Las ventas externas de carne congelada y refrigerada pasaron, por su parte, de significar menos de 2% del total en el 2003 a casi el 14% a fines del 2014.

Gráfico 16
Ingresos por exportaciones, productos seleccionados, en millones de U\$D



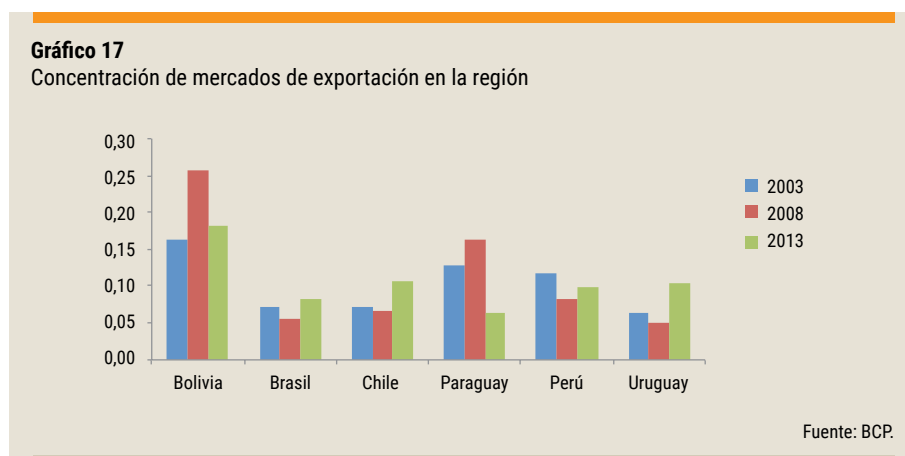
Fuente: BCP.

Estos datos muestran que en años recientes se verificó no solo una mayor dinámica de nuestras exportaciones, sino igualmente una transformación de las mismas en cuanto a sus niveles de procesamiento. De hecho, las ventas de manufacturas de origen agropecuario (carne, aceites, cuero, entre otros) superaron en el 2014 a las exportaciones de productos primarios. Por su parte, las exportaciones de manufacturas de origen industrial (si bien tienen una participación menor en las ventas externas) han duplicado su representatividad como porcentaje del PIB, pasando del 1,1% en 1995 al 2,5% en 2014.⁹

9 Dentro de este último sector, el régimen de maquila se destaca por su dinamismo en los últimos años. A inicios del 2000 las exportaciones de maquila alcanzaban apenas U\$D 1 millón, mientras que al cierre de 2014 totalizaban U\$D 188 millones aproximadamente, representando el 24% de las exportaciones de manufacturas de origen industrial. No menos importante es la transferencia de conocimiento inherente al proceso, especialmente en sectores como autopartes y productos farmacéuticos que son intensivos en ciencia e ingeniería. La maquila ha sido, además, un mecanismo muy eficiente para explotar las complementariedades productivas con otros países de la región, principalmente con el Brasil.

Una medición más exacta para analizar el grado de diversificación de nuestras exportaciones puede obtenerse utilizando el llamado Índice de Herfindahl-Hirschman¹⁰. El mismo puede usarse para medir el grado de concentración de las ventas externas tanto en términos de mercados de destino como de la cantidad de productos de la canasta exportadora.

En materia de diversificación de mercados, los resultados han sido favorables para el Paraguay. El índice ha pasado de 0,13 (moderadamente concentrado) en el 2003 a 0,06 (diversificado) en el 2013, siendo este uno de los menores valores a nivel regional (GRÁFICO 17). Detrás de este cambio se destaca la menor participación de Brasil, nuestro principal socio comercial, el cual en el 2003 representaba 57% de nuestras exportaciones pero cuya participación se redujo a alrededor del 30% en el 2014. En línea con las mayores exportaciones de carne, mercados como los de Rusia y Chile adquirieron mayor preponderancia como destinos finales de los productos paraguayos.



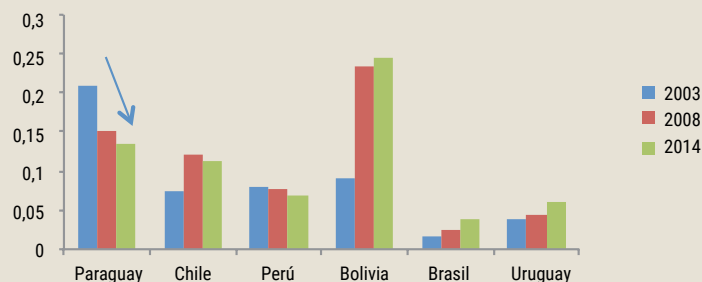
En cuanto a concentración de productos, el índice para el caso paraguayo muestra una reducción de 0,21 a 0,14, indicando un proceso de mayor diversificación en el período (GRÁFICO 18).¹¹ Asimismo, el país se destaca por ser en la región uno de los que más ha logrado reducir sus niveles de concentración (el índice se redujo en 0,06 en 11 años), mientras otras economías han registrado inclusive aumentos en sus índices. No obstante, a pesar de estos avances, el país sigue teniendo una alta concentración en su canasta exportadora, solo superada por la de Bolivia.

10 Siguiendo el criterio de Lima y Alvarez (2008), si el índice alcanza un valor mayor a 0,18 se considera *concentrado*; entre 0,10 y 0,18 *moderadamente concentrado* y, entre 0 y 0,9 se considera *diversificado*.

11 El índice se elaboró utilizando datos de exportaciones de productos a cuatro dígitos (sub-capítulo o subsector) según el Sistema Armonizado de Designación y Codificación de Mercaderías.

Gráfico 18

Concentración de productos de exportación en la región



Fuente: Elaboración propia en base a datos de UN Comtrade.

Alternativamente, el grado de diversificación existente dentro de los productos manufactureros exportados por el país puede ser calculado utilizando la metodología de la UNCTAD. El Índice de Diversificación de Productos Manufactureros (IDP) muestra la dependencia exportadora manufacturera de un país específico con respecto a la estructura del comercio mundial. Es decir, compara la estructura exportadora manufacturera de cada país con la del mundo en general, penalizando a aquellos países que presentan una concentración exportadora en productos manufactureros que no se ve correspondida en el comercio mundial. El índice toma valores entre 0 (mayor concentración) y 1 (mayor diversificación) a diferencia de la metodología anterior.

En el *ranking* de los países de Sudamérica (TABLA 9), se puede observar que Paraguay fue ascendiendo posiciones con el transcurrir de los años, si bien todavía queda un amplio margen por mejorar en materia de diversificación manufacturera. El índice muestra una leve mejoría, pasando de 0,13 puntos en el 2003 a 0,16 puntos en el 2014. Sin embargo, el país se encuentra entre los últimos lugares en términos de diversificación de productos solo por encima de Bolivia y Venezuela.

Tabla 9

Índice de Diversificación Manufacturera, Ranking de América del Sur

2003		2008		2014	
Ranking	Puntaje	Ranking	Puntaje	Ranking	Puntaje
Brasil	0,50	Brasil	0,50	Brasil	0,46
Argentina	0,39	Argentina	0,44	Colombia	0,40
Colombia	0,35	Colombia	0,40	Argentina	0,38
Venezuela	0,28	Uruguay	0,26	Ecuador	0,24
Ecuador	0,27	Ecuador	0,26	Peru	0,24
Chile	0,25	Chile	0,23	Uruguay	0,23
Uruguay	0,22	Peru	0,21	Chile	0,22
Bolivia	0,18	Venezuela	0,16	Paraguay	0,16
Peru	0,17	Bolivia	0,14	Venezuela	0,11
Paraguay	0,13	Paraguay	0,12	Bolivia	0,10

Fuente: BCP, basado en la metodología de UNCTAD.

La TABLA 10 presenta la cantidad de productos exportados clasificados de acuerdo al proceso productivo de los mismos. Puede notarse que recientemente el Paraguay ha incorporado –en términos netos– alrededor de 30 nuevas partidas a su canasta exportadora, las cuales en su mayoría se clasifican como de mediana y alta tecnología. Entre las mismas se encuentran productos como hilos, cables, aceites de minerales bituminosos, barcazas, mantas, oro, semi-alambrado, grasa de animales, alcohol etílico, almidón, hilados de fibras sintéticas y tela. De la misma manera, los productos clasificados bajo esas categorías aumentaron su participación en el total de ingresos por exportación, del 5,0% en 2003 al 8,4% en 2014. No obstante, debido a que tales productos son exportados en mucha menor proporción que los tradicionales, terminan mejorando solo marginalmente el índice de diversificación de nuestras ventas externas.

Tabla 10

Cantidad de productos exportados según proceso productivo

	2003	2008	2014
Bienes primarios	73	66	59
Manufacturas basadas en recursos naturales	116	125	120
Manufacturas de baja tecnología	184	202	186
Manufacturas de alta y mediana tecnología	163	181	200
TOTAL	536	574	565

Fuente: BCP, basada en la clasificación de comercio por nivel de valor agregado de las Naciones Unidas.

En resumen, es innegable el proceso de diversificación que se inició en Paraguay desde hace algunos años. Este proceso se dio, por un lado, sumando mayor valor agregado a los productos en los que Paraguay ya tenía ventajas comparativas (diversificación vertical). Al mismo tiempo aparecieron nuevos productos dentro de su canasta exportadora (diversificación horizontal), aprovechándose las nuevas oportunidades productivas. Este escenario es muy diferente al encontrado por Hausman y Klinger (2007) ya que hasta el 2000 (el último año de análisis del estudio de estos autores) el país había hecho muy poco con respecto a reducir la concentración de su canasta de exportación y aprovechar las oportunidades de insertarse en la cadena productiva de países vecinos. Aun así, resta mucho por hacer.

Migrando hacia una mayor complejidad y sofisticación de los productos

Un nuevo enfoque para entender cómo lograr un mayor desarrollo económico ha sido propuesto por Ricardo Hausmann y César Hidalgo, profesores de la Universidad de Harvard. La recomendación de ambos se basa en la confección de un indicador de complejidad productiva para 128 economías¹². El indicador mide la diversidad de productos que exporta cada país y la complejidad de su producción. De acuerdo a los citados autores, la principal relevancia de este índice es su correlación con el crecimiento futuro de un país en cuestión de 5 a 10 años. Así, este índice trata de medir para cada economía las capacidades productivas y de conocimiento que permiten la producción de productos más avanzados. Esto a su vez refleja las potencialidades para crecer y desarrollarse en un mundo globalizado y competitivo.

De acuerdo a sus creadores, el llamado Índice de Complejidad Económica (ECI, por sus siglas en inglés) captura mayor cantidad de información en relación a las demás variables que tradicionalmente se utilizan para explicar la varianza del crecimiento a través de los países (como los índices de calidad institucional o los años de escolaridad de los trabajadores). El índice se basa en dos dimensiones claves: diversidad y ubicuidad¹³. La idea general es que países que exportan un espectro amplio de productos (diversificados), que a su vez son exportados por relativamente pocos países (ubicuidad baja), son más complejos.

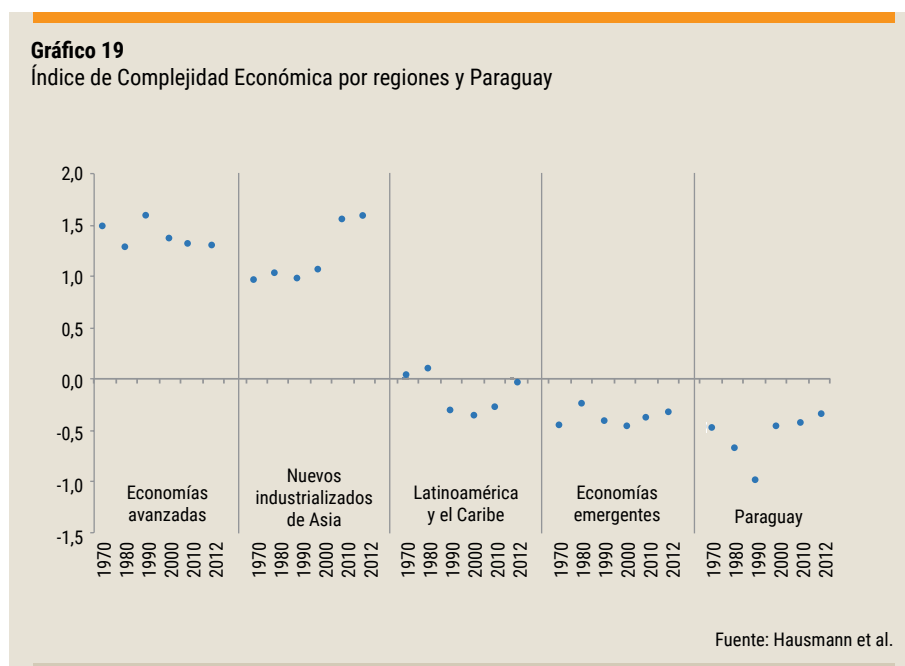
¿Qué tan compleja es la economía paraguaya? Una evaluación de la complejidad de nuestros productos exportados y el potencial para una transformación

12 Los resultados se presentan en el estudio "The Atlas of Economic Complexity: Mapping paths to prosperity".

13 La diversidad mide la variedad de productos que un país exporta, cuanto mayor sea ésta mayor es la calificación de complejidad. Por su parte, la ubicuidad se mide a partir del número de economías capaces de producirlos. En este caso, un producto producido por un número reducido de países es considerado más complejo y quienes lo producen poseen, por tanto, una economía más compleja.

productiva fue llevada a cabo por Hausman y Klinger (2007). Esta investigación, realizada para el período 1975-2000, no arrojaba resultados favorables para el país dado que los autores no habían encontrado muchas señales de modernización en las exportaciones paraguayas, sobre todo en sectores intensivos en capital. Se observó solamente un mínimo incremento en el valor agregado de productos forestales y agrícolas. La investigación también destacaba el gran potencial de sectores que no estaban siendo exportados en cantidades importantes como carnes, lácteos, frutas y vegetales. Más aún, los autores consideraron que Paraguay había hecho muy poco para aprovechar el espacio de crecimiento de su canasta de exportación.

El GRÁFICO 19 muestra que el nivel de complejidad de las exportaciones paraguayas sigue siendo significativamente menor que el observado en economías avanzadas o en economías asiáticas recientemente industrializadas (las que pueden tomarse como puntos de referencia para una convergencia económica eficaz). Se encuentra, asimismo, por debajo al observado en otras economías emergentes y en desarrollo. Sin embargo, se han registrado algunos avances en períodos más recientes. De hecho, la estructura exportadora actual del país no es la misma de la que habían encontrado Hausmann y Klinger en su diagnóstico.



Un primer aspecto positivo de la dinámica reciente se refiere a la evolución del índice, que señala que Paraguay ha ido incorporando paulatinamente mayor complejidad en sus ventas externas. Efectivamente, en el período 2003-2013, Paraguay alcanzó una mejora tal que fue el principal ganador en la región y avanzó 15 lugares, como resultado de la diversificación de sus exportaciones hacia productos más complejos (TABLA 11). Esto quiere decir que el país ha aprovechado este período favorable para mejorar sus fundamentos de cara a una etapa de precios internacionales de materias primas mucho más bajos. A pesar de ello, Paraguay se posiciona aún en el puesto 84 y por debajo de Brasil, Argentina, Colombia, Uruguay y Chile (TABLA 12). Esto indica que existe un espacio que puede (y debe) ser aprovechado por el país.

Tabla 11

Principales ganadores en complejidad económica: 2003-2013

2003-13 Variación en la posición mundial	País	2013 Ranking mundial	ECI 2013
15 ▲	Paraguay	84	-0,65
13 ▲	El Salvador	54	-0,01
10 ▲	Costa Rica	53	0,01
10 ▲	Jamaica	68	-0,24
10 ▲	Cuba	70	-0,34
6 ▲	República Dominicana	71	-0,35
4 ▲	Colombia	50	0,04

Fuente: Centro de Desarrollo Internacional, Universidad de Harvard.

Tabla 12

Principales perdedores en complejidad económica: 2003-2013

2003-13 Variación en la posición mundial	País	2013 Ranking mundial	ECI 2013
-33 ▼	Venezuela	92	-0,83
-30 ▼	Bolivia	111	-1,22
-14 ▼	Argentina	65	-0,18
-12 ▼	Brasil	48	0,10
-7 ▼	Perú	89	-0,78
-5 ▼	Ecuador	98	-0,95
-5 ▼	Chile	67	-0,21

Fuente: Centro de Desarrollo Internacional, Universidad de Harvard.

Un segundo aspecto positivo se refiere a las perspectivas de crecimiento económico del Paraguay. Como se señalaba al principio, una virtud del ECI es su capacidad para estimar el crecimiento futuro de un país. En las proyecciones presentadas en la TABLA 13, referentes al crecimiento promedio anual hasta el 2023, el único motor de crecimiento de largo plazo se relaciona con las ganancias obtenidas por medio de la diversificación y la complejidad económica¹⁴. Según las mismas, Paraguay se encuentra entre las economías más dinámicas de la región para el período hasta el 2023. Se ubica segundo en América Latina luego de Brasil, en el puesto 47 a nivel mundial y con un crecimiento promedio esperado de 3,52%.

Tabla 13

Proyección de crecimiento promedio del PIB al 2023: América del Sur, en porcentaje

Ranking ECI 2013	País	Crecimiento económico promedio 2014-2023
51	Brasil	3,62
86	Paraguay	3,52
53	Colombia	3,33
67	Argentina	3,02
112	Bolivia	2,97
91	Perú	2,77
52	Uruguay	2,41
100	Ecuador	2,12
69	Chile	2,03
94	Venezuela	1,93

Fuente: Centro de Desarrollo Internacional, Universidad de Harvard.

En resumen, algunos países de América Latina (entre ellos Paraguay) han diversificado recientemente sus exportaciones hacia productos más complejos. De acuerdo con datos históricos, estas ganancias en términos de complejidad se han traducido en mayores niveles de ingresos para sus poblaciones y han permitido a sus economías posicionarse con perspectivas más favorables para el mediano y largo plazo. Por tanto, los países en desarrollo (nuestro país no es la excepción) necesitan seguir tomando las medidas necesarias para inducir a una mayor diversificación de sus ventas externas y aumentar la complejidad de sus estructuras productivas. Solo así podrán mantener un crecimiento económico más elevado y sostenible, en una coyuntura mucho menos favorable para los productores y exportadores de materias primas.

¹⁴ Ver metodología en Centro de Desarrollo Internacional, Universidad de Harvard (2015).

Costos de la baja diversificación y complejidad productiva

La relación entre la diversificación y el crecimiento económico fue analizada en numerosos estudios empíricos.¹⁵ Por ejemplo, Agosin (2008) utiliza una muestra de países seleccionados de América Latina y Asia para el período 1980-2003. Este autor encuentra evidencia de que la variable de diversificación de las exportaciones, calculada utilizando el Índice de Herfindahl-Hirschman, explica buena parte de las diferencias en las tasas de crecimiento entre los países de estas dos regiones. Similar conclusión se encuentra utilizando, alternativamente, como variable explicativa el crecimiento de las exportaciones combinado con este índice de diversificación. Estos resultados se verifican controlando por otros factores que están asociados usualmente al crecimiento (como el estado de derecho y la inversión). Asimismo, Al-Marhubi (2000), en un estudio de 91 países para el período 1961-1988, muestra que aquellas economías con un mayor número de productos de exportación experimentaron un crecimiento per cápita más rápido. Lederman y Maloney (2003) igualmente verifican que la concentración de las exportaciones es una variable significativa para explicar el desempeño económico de los países.

Más aún, existe evidencia que la diversificación es relativamente más importante para países en vías de desarrollo. Es decir, el impacto de la diversificación en el crecimiento de un país estaría condicionado a los niveles de ingresos del mismo. Esto fue observado por Rondeau y Roudaut (2014), quienes concluyen que la diversificación del comercio exterior tiene un efecto positivo sobre el crecimiento y que este efecto tiende a decrecer con el nivel del PIB per cápita. Es decir, son los países de bajos ingresos quienes más se benefician de este proceso de menor concentración de las exportaciones.¹⁶ En estas mismas líneas, el FMI (2014) ha constatado que existe evidencia de una relación robusta entre el crecimiento económico y la diversificación de las exportaciones en países de bajos ingresos.

En cuanto a complejidad productiva, el FMI (2015) en un reciente estudio, utilizando una muestra de 103 países correspondiente al período 1970-2010, confirma que los niveles iniciales de diversificación y complejidad son robustos al momento de predecir el crecimiento promedio a largo plazo del PIB real per cápita. Para el caso de países de Latinoamérica y el Caribe, el grado de sofisticación de los productos puede llegar a explicar diferencias de hasta un punto porcentual entre las tasas de crecimiento anual del PIB per cápita. Los resultados econométricos también destacan la importancia de otras variables predeterminadas. En particular, el estudio resalta que los beneficios de la diversificación y la complejidad de

¹⁵ Mejía (2011) ofrece una detallada revisión de la literatura existente.

¹⁶ Además, estos autores encuentran que el efecto de la diversificación de productos es casi el doble en relación al efecto de la diversificación de mercados de exportación.

los productos exportados pueden verse mermados si no se goza de una estabilidad macroeconómica.¹⁷

¿Cuáles son las implicancias de estas investigaciones empíricas para la economía paraguaya? Sobre la base de los resultados econométricos mencionados, se puede cuantificar la contribución a las proyecciones de crecimiento de nuestro país atribuibles a la diversificación y la complejidad. Según el modelo del FMI (2015), con datos de Paraguay, un ejercicio interesante resulta de comparar la tasa de crecimiento proyectada para el país, dado su puntaje de diversificación y/o complejidad actual, con una tasa de crecimiento hipotética basada en el valor promedio de dichas variables en América Latina. De acuerdo con el ejercicio, Paraguay registraría un crecimiento aproximadamente 0,2 puntos porcentuales más rápido si su puntaje de complejidad coincidiera con el promedio de la región. De acuerdo a las estimaciones de Agosin (2008), si el país tuviera un indicador de diversificación de las exportaciones similar al promedio regional, crecería 0,5% más.¹⁸

Desafíos para la política económica y conclusiones

El crecimiento de la economía paraguaya ha sido impulsado, durante la última década, principalmente por la acumulación de los factores de producción (capital y trabajo), en un entorno de estabilidad macroeconómica alcanzado exitosamente. La productividad se expandió igualmente, pero a un ritmo que no puede considerarse suficiente y por debajo a lo observado en las economías emergentes más exitosas. Durante este período, el ambiente externo favorable se convirtió en un importante *viento de cola* para nuestro país y contribuyó a lograr un crecimiento económico muy por encima al observado en la década de los noventa. Además, la reciente dinámica ha ayudado al país a posicionarse en el mercado global como un ávido y eficiente productor de materias primas de calidad.

La literatura económica resalta que los países crecen porque acumulan factores de producción (capital y trabajo) o por mejoras de su productividad. Aún más, la experiencia de los países asiáticos enseña que todo crecimiento económico superior a la media se funda en este último factor. La cambiante coyuntura externa (con precios de las materias primas a la baja y condiciones financieras más estrictas) nos indican que ahora es tiempo de *volver a lo básico*. Es decir, ha llegado el tiempo de que nuestro crecimiento deje de depender de escenarios externos favo-

17 Esto es particularmente relevante para Paraguay, que acumula varios años de estabilidad macroeconómica, por lo que cuenta con la capacidad para aprovechar el máximo beneficio de estos factores.

18 Los resultados son aún más significativos si el país pudiera alcanzar los niveles de diversificación observados en los países asiáticos exportadores de manufacturas. En este caso, la aceleración en la tasa de crecimiento económico sería del 1,2%.

rables y se apoye en el factor que hace crecer sostenidamente a las economías: la productividad. En Paraguay, hay mucho por hacer en esta dirección y las políticas públicas deberían centrarse en subsanar las numerosas debilidades estructurales que persisten a fin de lograr mejoras de nuestra productividad.

Un primer impacto sobre la productividad se aseguraría, con ese objetivo, a través de una mayor inversión en **infraestructura**, atendiendo la desinversión acumulada durante muchos años. La provisión de una infraestructura adecuada (en términos de cantidad y calidad) será clave, de este modo, para sostener tasas elevadas de crecimiento en el nuevo contexto global. Si bien ya se han puesto en marcha algunos proyectos prioritarios, esto solo compensa parcialmente los largos años de muy baja inversión pública o privada.

Un punto fundamental es que dada la magnitud necesaria de inversión en esta área, resulta crucial identificar la combinación óptima de fuentes de financiamiento. Para ello es importante determinar el espacio fiscal disponible para aumentar la inversión física. Esto es, establecer los niveles de endeudamiento que no comprometan la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo. En ese sentido, la reciente aprobación de la Ley de Alianza Público-Privada representa un paso importante para dar mayor protagonismo al sector privado en la provisión de infraestructura y servir de complemento al esfuerzo del sector público.

Uno de los principales déficits identificados en infraestructura ha sido el dragado y balizamiento de los ríos, principales vías para la comercialización de nuestras exportaciones. Este problema constituye una importante pérdida de competitividad al trasladar los sobrecostos que genera al productor y al consumidor final. Una recomendación de la USAID (2006) ha sido la de incorporar un mecanismo público-privado para asegurar un servicio eficiente y sustentable de dragado y balizamiento, a fin de permitir una permanente y continua navegabilidad de los ríos.

Para subsanar la considerable deficiencia de infraestructura de agua y saneamiento, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID)¹⁹ recomienda concentrar muchos esfuerzos en Asunción y el área metropolitana. Se necesita, entre otras cosas, expandir y mejorar el servicio de alcantarillado sanitario, tratamiento y drenaje de aguas, recolección y disposición de residuos. Adicionalmente, el BID sugiere no dejar desatendida la significativa brecha existente en la cobertura de agua y alcantarillado entre las áreas urbanas y rurales. El mismo organismo señala la importancia de reformas institucionales del sector, fortaleciendo el marco regulatorio e institucional de modo a mejorar la calidad y eficiencia del servicio.

En cuanto a infraestructura vial, buscando ventaja de su condición geográfica, el Paraguay debería apuntar a convertirse en una plataforma de conectividad regional, ofreciendo vías más directas de transporte entre sus países vecinos y volviéndose en el área de tránsito más corta para ir de este a oeste. Transformarse en

¹⁹ Ver BID (2014).

un corredor económico para el comercio y la cadena de producción de esta parte del continente, tendrá un importante efecto derrame, donde no solo el país se beneficiará de una mayor conectividad y transformación productiva, sino también lo harían los países vecinos. De esta forma, también se elevaría el rol geopolítico del Paraguay en la región al volverse indispensable para ahorrar tiempo en la cadena del comercio.

Adicionalmente, un diagnóstico del sector vial del BID recomienda la construcción, mantenimiento y mejora de las principales carreteras departamentales, como así también de los caminos locales y rurales, a fin de completar la conectividad del sistema de transporte. Resalta igualmente la necesidad de incorporar medidas de seguridad vial para reducir accidentes y la descentralización en la administración de los caminos.

Un segundo impacto en la productividad se daría mejorando la calidad de nuestras **instituciones**. La literatura económica considera al marco institucional de un país, no solo como un factor más de crecimiento, sino inclusive el de mayor supremacía. Su significancia es tal que el potencial de crecimiento adicional del PIB per cápita para Paraguay, si contara con instituciones como las de Chile, rondaría entre 1 y 3 puntos porcentuales, como ya fue señalado anteriormente. Diversos índices e indicadores de calidad institucional siguen ubicando al país en posiciones de retaguardia dentro de la región. Esto denota la magnitud de los desafíos y estos mismos índices, sin embargo, son la mejor guía de diagnóstico y trabajo para lograr una desburocratización de determinados procesos, eliminar trabas y lograr mejoras institucionales.

Avances primarios en este campo se corresponden con la evaluación y modificación de los marcos legales que rigen a los diversos organismos públicos en Paraguay, por lo que resulta crucial incorporar a los mismos las buenas y modernas prácticas internacionales. La modernización de las leyes del Banco Central, de Bancos y Entidades Financieras y de la Administración Financiera del Estado son muestras recientes del esfuerzo hacia este objetivo. Con estas reformas se busca proveer de estabilidad a las políticas y a la organización interna de estos organismos, teniendo en cuenta que el horizonte de su planificación excede en tiempo a los períodos constitucionales de gobierno y los supera, ampliamente, en su duración.

Por otro lado, la mejora en la calidad del gasto público es un aspecto fundamental para dar mayor credibilidad a las instituciones fiscales, pues la transparencia representa un aspecto imprescindible para conseguir que los programas estatales implementados sean efectivos. La reciente promulgación de la Ley de Libre Acceso Ciudadano a la Información Pública y Transparencia Gubernamental fue un avance significativo en esta área. Adicionalmente, una herramienta importante será implementar integralmente el presupuesto por resultados, ya que éstos últimos deberían servir como indicadores para la asignación de recursos fiscales. Otra tarea pendiente es el rediseño de la carrera del servicio civil, que incorpore

incentivos para atraer a la función pública a los más idóneos mediante sistemas de selección y promoción basados en méritos.

Para mejorar el desempeño de Paraguay en indicadores de clima de negocios existen recomendaciones específicas de reformas formuladas por el Banco Mundial (BM)²⁰. Estas incluyen numerosas medidas para el corto y el mediano plazo. Por ejemplo, al momento de abrir una empresa, el organismo sugiere elaborar un diagnóstico con el objeto de agilizar la aprobación de los procesos del Sistema Unificado de Apertura de Empresa (SUAE) y eliminar el requerimiento de rubricar los libros de las compañías. Para mejorar el sistema de información para el acceso al crédito, se propone adaptar el registro de garantías a las mejores prácticas internacionales. Las sugerencias también incluyen que, con el objeto de optimizar los trámites para obtener un permiso de construcción, se informatice el proceso de solicitud y se transparente el proceso respecto a la documentación requerida.

Asimismo, optimizar la administración tributaria y disminuir la carga administrativa en el cobro de impuestos requiere ampliar la plataforma *online* para su presentación y pago, incluyendo para las contribuciones de seguridad social. Para mejorar la eficiencia y facilitar el comercio exterior, el BM sugiere fortalecer la implementación del sistema electrónico de ventanilla única y reducir el número de documentos requeridos para el comercio transfronterizo. Por último, mejorar los procesos de insolvencia requiere establecer un marco expeditivo para la insolvencia de entidades pequeñas y medianas; invertir en la capacidad de las instituciones que gestionan casos de insolvencia y, diseñar y adoptar guías que faciliten el trabajo de los tribunales.

Finalmente, debemos recordar que no existe país en el mundo que haya alcanzado su desarrollo económico, o logrado que su población pase de ingresos medios a ingresos altos, sin afrontar el reto de la **diversificación** de su economía y sofisticación de su aparato productivo. Existe una amplia evidencia teórica y empírica que muestra el impacto positivo de la diversificación (de la producción doméstica y de las exportaciones) en la productividad y, por ende, en el crecimiento económico de los países. Adicionalmente, estos estudios encuentran que la diversificación está asociada con una menor volatilidad del producto y una mayor estabilidad macroeconómica.

Durante los últimos años el país supo aprovechar el entorno externo favorable, consolidando su marca nacional en el mercado mundial de materias primas. Sin embargo, los precios de estos bienes han caído recientemente de manera abrupta y nuestra dinámica económica podría verse afectada por esta reversión de precios. A pesar de ello, el buen manejo económico nos ha permitido seguir con buenas tasas de crecimiento. Nuestro país muy probablemente será uno de los líderes del crecimiento regional en los siguientes años. Pero tenemos el reto y la

20 Ver Banco Mundial (2015).

oportunidad de profundizar la transformación productiva de manera a reducir nuestras vulnerabilidades y hacer aflorar otras potencialidades productivas. En la nueva coyuntura, sin descuidar al sector primario, necesitamos añadirle más motores al crecimiento nacional.

Una tarea pendiente para nuestro país es obtener una posición más relevante en la cadena productiva de manufacturas a nivel regional y ofrecer una canasta exportadora con productos más complejos, sofisticados y de mayor valor agregado. El Paraguay está dando algunos pasos en esta dirección a través del régimen de maquila y proveyendo mayor valor agregado a sus productos agrícolas. Una vez alcanzada la excelencia en la manufactura intensiva en mano de obra, se debería apuntar hacia bienes intensivos en ciencia y tecnología. No podemos desconocer que la fragmentación del comercio internacional es un hecho y nuestro país debería aprovechar esto, maximizando los beneficios de nuestra política de apertura al comercio y a las inversiones extranjeras.

La diversificación envuelve, sin embargo, no solo cambios significativos en el tipo de bien producido y/o exportado, sino igualmente en la calidad del mismo. Producir variedades de mayor calidad puede ser un camino eficiente para explotar las ventajas comparativas de una economía. Además, ello puede elevar los ingresos por exportaciones a través del uso de técnicas de producción que sean intensivas en capital (físico y humano). El desarrollo económico de un país se ve impulsado por la aparición de nuevos productos y nuevos socios comerciales, así como por mejoras en la calidad de los bienes producidos. A muchos países les puede resultar muy difícil ampliar su canasta de exportación con nuevos productos debido al tamaño pequeño de su economía y su limitado potencial para aprovechar las economías de escala. Por lo tanto, una opción más viable para estas economías, a fin de diversificar sus exportaciones, es mejorar la calidad de su producción.

Investigaciones recientes muestran que hay un conjunto de variables fundamentales y políticas económicas que están asociadas a varias dimensiones de la diversificación. Por ejemplo, mejoras en la infraestructura, la educación y la apertura del mercado son claves para inducir a un mayor nivel de diversificación en las exportaciones y la producción de un país. Considerando las deficiencias estructurales en Paraguay, el progreso sostenido en estas áreas tendría que ser una prioridad. Sin embargo, como demostraron estudios de casos de países, no existe una trayectoria de diversificación que sirva para todos los países y, por ello, debería evitarse la aplicación de un enfoque único con respecto a la diversificación y transformación. Como está recomendado en Hausmann *et al.* (2007), las autoridades deberían buscar soluciones específicas según el contexto, aprovechando las capacidades productivas ya existentes en el país para promover la diversidad y la complejidad.

Desafortunadamente, los resultados positivos de las medidas tendientes a incrementar la productividad y la tasa de crecimiento de una economía no pueden

observarse inmediatamente, pero esto no debe ser una excusa para no impulsarlas, o peor aún, caer en el error de buscar reemplazarlas por políticas macroeconómicas expansivas. Supuestos atajos al éxito económico y social nos pueden llevar fácilmente al precipicio: la experiencia de América Latina está llena de ejemplos.

No olvidemos que no son las economías más grandes ni las más avanzadas las que más crecen, sino las más productivas. Así como el Paraguay ha demostrado su capacidad para alcanzar una estabilidad macroeconómica, debe ahora probar su potencial para lograr un despegue económico basado en una mayor productividad.

Bibliografía

- AGOSIN, M. (2008). *Export diversification and growth in emerging economies*. Comisión Económica para América Latina y el Caribe.
- AGENCIA DE LOS ESTADOS UNIDOS PARA EL DESARROLLO INTERNACIONAL (2006): *Impacto del transporte y la logística en el comercio internacional del Paraguay*. Documento preparado por CARANA Corporation, en colaboración con la Cámara Nacional de Comercio y Servicios de Paraguay (CNCSP).
- AL-MARHUBI, F. (2000). Export diversification and growth: an empirical investigation. *Applied Economics Letters*, 7, 559-562.
- BANCO DE DESARROLLO DE AMÉRICA LATINA (2005). *Transformación productiva: diversificación y agregación de valor*. Asunción, Paraguay.
- BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (2014). *Paraguay: IDB Country Strategy*. Washington, Estados Unidos.
- BANCO MUNDIAL (2015). *Improving the Investment Climate in Paraguay*. Manuscrito no publicado.
- CASTILLO, P., SALAS, J. (2012). *Los términos de intercambio como impulsores de fluctuaciones económicas en economías en desarrollo: estudio empírico*. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos. Ciudad de México D.F, México.
- EASTERLY, W. et al (2001). *Shaken and stirred: Explaining growth volatility*. Banco Mundial. Washington, Estados Unidos.
- FABIEN, R., NOLWEN, R., (2014). *What Diversification of Trade Matters for Economic Growth of Developing Countries?* Economics Working Paper Center for Research in Economics and Management (CREM), University of Rennes 1.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2014). *Sustaining long-run growth and macroeconomic stability in low-income countries – The role of structural transformation and diversification*. IMF Policy Paper. Washington, Estados Unidos.
- FMI (2015). *Regional Economic Outlook*. Washington, Estados Unidos.
- HAUSMANN, R. KLINGER, B. (2007). *Growth Diagnostic: Paraguay*. Banco Interamericano de Desarrollo.
- HAUSMANN, R. et al., (2015). *The Atlas of Economic Prosperity – Mapping paths to prosperity*. Center for International Development, Harvard University. Estados Unidos.

- LEDERMAN, D., MALONEY, W. (2003). *Trade Structure and Growth*. World Bank Policy Research Working Paper No. 3025.
- LIMA, J., ALVAREZ, M. (2008). *Indicadores de comercio exterior y política comercial: mediciones de posición y dinamismo comercial*. Documento de trabajo. Comisión Económica para América Latina y el Caribe.
- MEJÍA, J. (2011). *Export Diversification and Economic Growth. An Analysis of Colombia's Competitiveness in the European Union's Market*. Berlín, Springer Verlag.
- MENDOZA, E. (1995). *The terms of trade, the real exchange rate and economic fluctuations*. *International Economic Review*, 36, 101-137.
- RODRÍGUEZ SILVERO, R. (2015, 16 de Mayo). "Paraguay: Índice de Calidad Institucional". *Última Hora*.



Inclusión financiera

Santiago Peña Palacios

El autor agradece la colaboración de Carmen María Marín y Pedro Hernán Peña para la elaboración de este capítulo.

Introducción

En muchos países en vías de desarrollo, acceder a servicios financieros 30 años atrás era posible solo para una pequeña porción de la población, conformada principalmente por grandes empresas y personas u hogares de altos ingresos. Estar en el radar de la actividad financiera tenía, en cierta forma, un *sello de distinción*.

El crecimiento económico y el aumento del ingreso per cápita registrados en las últimas décadas han impulsado a la industria financiera a desarrollar nuevos instrumentos con el objetivo de llegar a más segmentos de la población.

En los últimos años, el concepto de inclusión financiera ha ganado fuerza, tanto que en numerosos países se impulsan programas en esa línea. Algunos hablan de porcentaje de bancarización, número de clientes, números de cajeros automáticos, créditos de consumo, etc. como parámetros para medir el grado de inclusión financiera.

En el 2008, fue fundada la Alianza para la Inclusión Financiera (AFI), primera red de intercambios de conocimiento global, diseñada exclusivamente para los responsables en el ámbito de la inclusión financiera de los países en desarrollo.

Desde el 2009, Paraguay ha mantenido activa participación en diferentes foros internacionales en los que se debaten políticas públicas que promueven la inclusión financiera. Durante el Tercer Foro Mundial sobre Políticas de Inclusión Financiera de la AFI, llevado a cabo en la Riviera Maya, México, en septiembre de 2011, nuestro país fue signatario de la Declaración de Maya, consistente en un compromiso con la inclusión financiera.

¿Por qué es importante la inclusión financiera?

De acuerdo con Barth et al. (2006), los bancos ejercen un efecto positivo sobre la distribución del ingreso y la reducción de la pobreza, ya que, al acelerar el desarrollo de la economía, se mejora el nivel de vida de las personas. Por lo tanto, un sistema financiero adecuadamente supervisado, genera beneficios sociales significativos que pueden alcanzar a todos. Mantener un sistema financiero estable y en continuo crecimiento debe ser objetivo prioritario de las autoridades.

Hay robusta evidencia empírica de que el aumento y el desarrollo del sector financiero generan mayor crecimiento económico, aun controlando potenciales sesgos de simultaneidad (R. Levine, 2005; T Beck, R Levine, N Loayza, 2000). La canalización del ahorro a través de una amplia gama de productos financieros ha-

cia sectores productivos involucra inversiones más eficientes, lo que a su vez se refleja en un mayor crecimiento.

Los potenciales beneficios del desarrollo del mercado financiero podrían extenderse a productos innovadores, más eficientes y a precios más accesibles. Hay un claro entendimiento de que el aumento de estos servicios amplía la profundización financiera, pero indefectiblemente debe ir acompañado de un avance hacia el acceso al sector financiero para potenciar la calidad del desarrollo del mercado doméstico, base de un proceso de desarrollo inclusivo. De hecho, no solo se trata del tamaño de mercado, sino más bien es una herramienta clave para impulsar el desarrollo con equidad.

Allen et al. (2012), utilizando datos de 123 países y más de 124.000 personas, encuentra que una mayor creación y uso de cuentas se asocia con un ambiente propicio para el acceso a los servicios financieros, tales como menores costos para una cuenta y una mayor proximidad a los intermediarios financieros. La evidencia empírica reafirma el potencial del sector financiero para reducir vulnerabilidades de los hogares. Por ende, las políticas que impulsen la inclusión financiera con énfasis en el uso de cuentas bancarias, por un lado podrían formalizar ahorros de sectores que hoy no tienen acceso al sistema financiero; y por el otro, contribuir a través de un acompañamiento integral en lo que respecta a educación y protección al consumidor. También el endeudamiento responsable tendría consecuencias positivas.

Además, estos productos financieros (ahorros, créditos, etc.) son cruciales para un país como el nuestro, donde el sector agrícola constituye uno de los principales rubros aportantes al Producto Interno Bruto, por lo que es necesario suavizar los ciclos de las rentas, ante eventuales caídas en los precios y condiciones climáticas inestables, que afectan, en mayor medida, a los pequeños productores. Dados estos *shocks* coyunturales que podrían surgir y evitar la regularidad en el flujo de ingresos de los hogares, se podría permitir una asignación intertemporal de los recursos, mejorando el bienestar a través del acceso a los servicios mencionados.

Una primera aproximación al contexto de inclusión financiera requiere explorar tanto la oferta como la demanda de servicios financieros. En términos de acceso y uso de servicios, el sistema expone las brechas por cerrar versus los avances, fundamentalmente en la base de la pirámide.

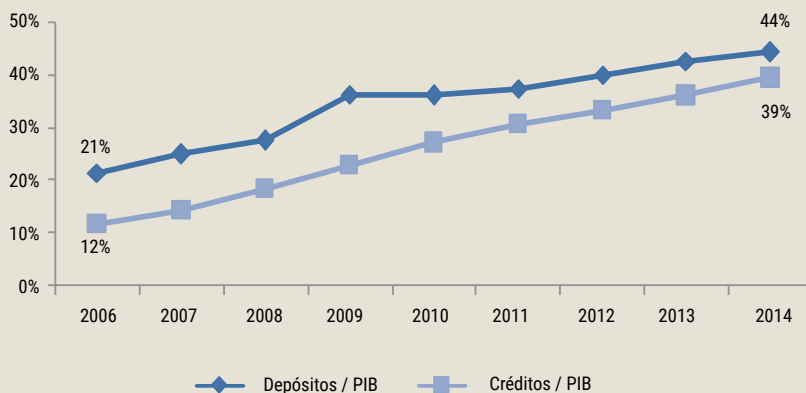
Un enfoque desde la oferta

El primer desafío es avanzar en términos de servicios financieros, la profundización del mercado permite el desarrollo financiero. Hoy es totalmente factible afirmar que el sistema financiero privado y público doméstico se encuentra en vertiginosa expansión; sin embargo, se dispone de un amplio espacio para emprender acciones que acompañen y apoyen dicho desarrollo a través de políticas públicas y el diseño de productos innovadores, fundamentalmente para los sectores vulnerables.

El nivel de profundización en el Paraguay, según datos observados, tuvo un crecimiento constante en los últimos años: de los créditos (39%) y de los depósitos (44%) del sistema bancario con relación al producto interno bruto.

Gráfico 1

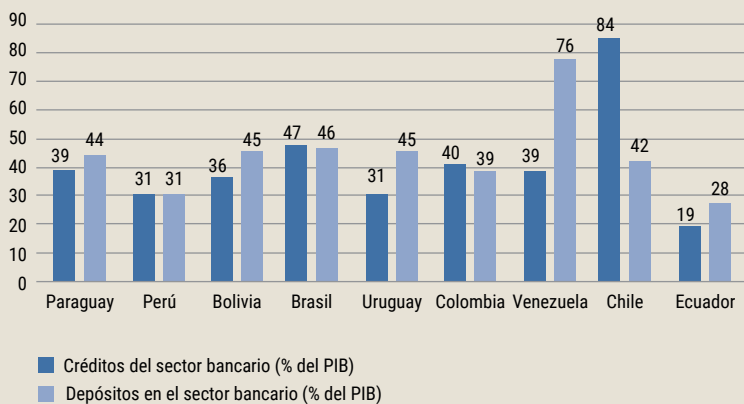
Créditos y depósitos del sistema bancario



Fuente: Banco Central del Paraguay (No se incluyen datos de las cooperativas para poder hacer la comparación a nivel internacional).

Según datos del Fondo Monetario Internacional observados a diciembre del 2013, nuestro país se encuentra, en promedio, en el mismo nivel que otros países de la región. Este resultado positivo indicaría que el crecimiento constante de estos indicadores ayudó a reducir la distancia con los demás países, pero queda aún una importante brecha que achicar en el marco del objetivo principal que es la inclusión financiera.

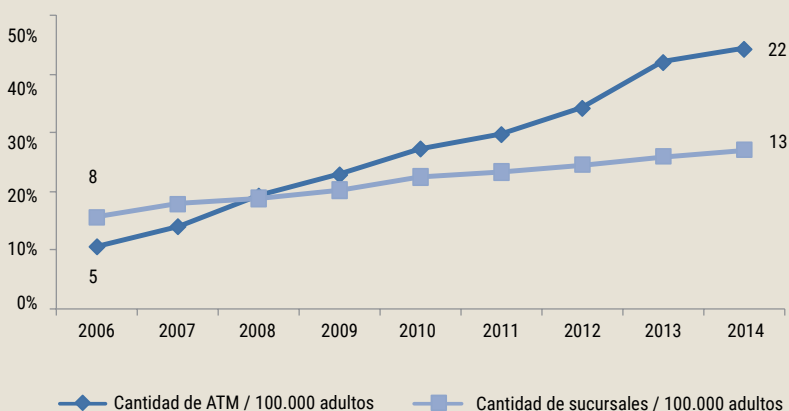
Gráfico 2
Créditos y depósitos del sistema bancario regional



Fuente: Banco Central del Paraguay (Los datos de Paraguay son a diciembre de 2014; los de los demás países, a diciembre de 2013).

En relación con el nivel de bancarización medido por el número de cajeros automáticos (22) y sucursales (13) por cada 100 mil adultos, también se registra un crecimiento importante en los últimos ocho años.

Gráfico 3
Sucursales y cajeros automáticos del sistema bancario

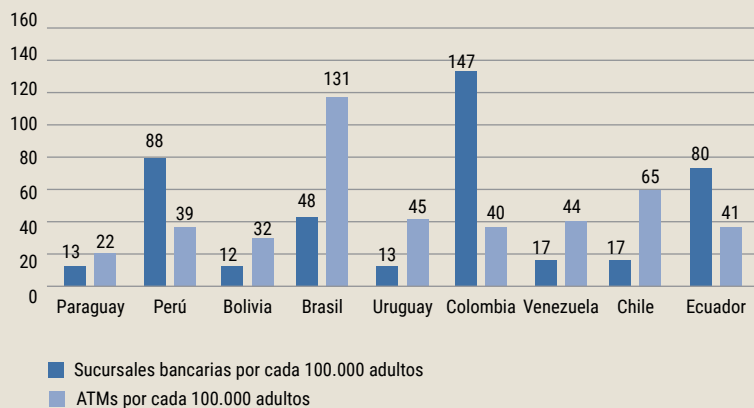


Fuente: Banco Central del Paraguay.

En relación con los indicadores de bancarización, si los comparamos con los demás países de la región, se observa que el Paraguay se ubica en una situación desventajosa. El promedio de la región está en torno a los 51 para los ATM y 48 para las sucursales por cada 100 mil adultos.

Gráfico 4

Sucursales y cajeros automáticos del sistema bancario regional



Fuentes: Fondo Monetario Internacional y Banco Central del Paraguay.

La estabilidad del sistema financiero y los sólidos indicadores de solvencia financiera y patrimonial evidencian la fortaleza del sistema para avanzar hacia la inclusión financiera, principalmente en el sector rural, en el que, de hecho, la presencia de entidades financieras ha aumentado en forma auspiciosa.

La banca paraguaya está entre las más rentables a nivel mundial. El sistema bancario sigue cosechando resultados satisfactorios y se prevé un desempeño sostenible en el mediano plazo.

En la muestra de países del siguiente cuadro, se observa que el sistema bancario paraguayo posee el retorno sobre el patrimonio (ROE) más alto, ubicándose en un 28,3% a diciembre del 2014. En cuanto al retorno sobre los activos (ROA), Paraguay se ubica entre los primeros tres países con mejor desempeño, pues el ratio se sitúa en un promedio del 2,4%.

Tabla 1
Indicadores de rentabilidad (año 2014)

País	ROE	ROA	País	ROE	ROA
Bolivia	15,7	1,2	México	16,5	1,7
Brasil	13,6	1,3	Panamá	14,9	1,5
Chile	21,8	1,8	Paraguay	28,3	2,4
Colombia	20,2	3	Perú	18,5	1,9
Costa Rica	8	1,1	Estados Unidos	12,4	1,5
Rep. Dominicana	18,3	2,1	Japón	8,4	0,4
El Salvador	9,6	1,3	España	5,7	0,4
Guatemala	20,2	1,8	China*	19,2	1,3
Honduras	23,7	2,6	Suecia	16,7	0,7

Fuentes: FSI, FIM.
*Datos correspondientes al 2013.

Un enfoque desde la demanda

Durante el transcurso del 2013, se realizó la Encuesta de Inclusión Financiera del Paraguay (EIF),¹ la cual, en un esfuerzo de recopilación de datos desde el punto de vista de la demanda, mide los comportamientos financieros de los adultos en el Paraguay.

La EIF realizada en noviembre de 2013 actualiza y expande los datos del Global Findex de 2011 para el Paraguay. El cuestionario de la EIF cubre seis temas principales: cuentas, ahorros, créditos, dinero móvil y transferencias, seguros y capacidad y seguridad financiera.

De acuerdo con la EIF, el 29% de los adultos paraguayos reportan tener al menos una cuenta en una institución financiera pública,² por debajo del promedio que reportan los demás países de América Latina y el Caribe (ALC), 39%.

Estos datos reflejan que el país debe seguir avanzando con políticas inclusivas, es allí donde la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera (ENIF), promovida por el Gobierno y lanzada en el 2014, debería de arbitrar los mecanismos necesarios para incentivar tanto al sistema financiero privado como al público la profundización del uso y el acceso a servicios financieros.

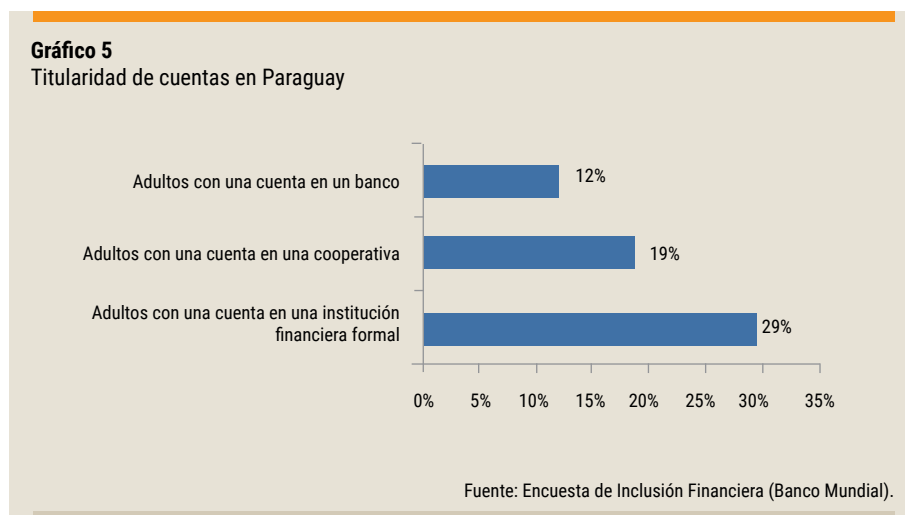
1 Nota Técnica-Encuesta de Inclusión Financiera Paraguay 2013. Octubre 2014.

2 Esto incluye cuentas corrientes, de ahorro, depósitos y de plazo fijo en bancos, cooperativas y financieras.

La ENIF de Paraguay es el resultado de un proceso detallado de diagnóstico de la situación de acceso a servicios financieros con base en una encuesta de demanda llevada a cabo a finales del 2013, diagnósticos de oferta, del marco regulatorio del sistema financiero y de la situación de protección al consumidor, desarrollados en el primer semestre de 2014. Las actividades de diseño, iniciadas en el 2013, se apoyaron en un equipo técnico conformado por los principales actores del sector público: Banco Central de Paraguay, Ministerio de Hacienda, INCOOP y la Secretaría Técnica de Planificación.

La ENIF define *inclusión financiera* como: “El acceso y uso de una gama completa de servicios financieros de calidad, en forma oportuna, conveniente, informada y con un costo accesible, bajo una regulación apropiada que garantice esquemas de protección al consumidor y promueva la educación financiera para mejorar las capacidades financieras y la toma de decisiones racionales por parte de todos los segmentos de la población”.³

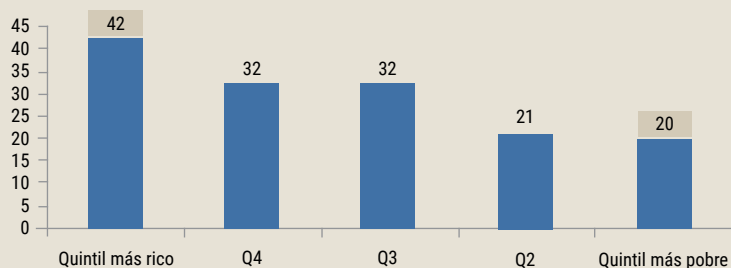
Se espera que iniciativas, privadas o públicas, en el marco de los objetivos de la ENIF, ayuden en gran medida a formalizar el uso y acceso de los servicios financieros.



3 Tomado del documento: Diseño e implementación de una Estrategia Nacional de Inclusión Financiera (ENIF) para el Mejoramiento del Acceso a Financieros de toda la Población Paraguaya, publicado por el BCP.

Gráfico 6

Adultos con una cuenta en una institución financiera formal por quintiles de ingresos



Fuente: Encuesta Nacional de Inclusión Financiera en Paraguay 2013, Banco Mundial.

Con respecto al porcentaje de adultos que ahorraron dinero en los últimos 12 meses, ya sea formal o informalmente, según la EIF, fue el 39%, y los que pudieron ahorrar en una institución financiera formal, en el mismo periodo, fue del 14%, superior al observado para ALC que fue del 10%.

Tabla 2

Adultos que acceden a ahorros y créditos

	Proporción de adultos
Ahorros	
Adultos que ahorraron dinero en los últimos 12 meses	39%
Adultos que ahorraron dinero en una institución financiera formal en los últimos 12 meses	14%
Créditos	
Adultos que realizaron un préstamo en los últimos 12 meses	34%
Adultos que realizaron un préstamo de una institución financiera formal en los últimos 12 meses	22%

Fuente: Encuesta Nacional de Inclusión Financiera en Paraguay 2013, Banco Mundial.

Con respecto a los créditos, se observa que el porcentaje de adultos que realizaron préstamos en los últimos 12 meses, provenientes de una variedad de fuentes ya sean formales o informales, fue del 34%, y de adultos que pudieron obtener créditos en una institución financiera formal, en el mismo periodo, fue del 22%.

Evidencia empírica para el Paraguay

Paraguay cuenta con un entorno propicio para la inclusión financiera, según los datos del Microscopio Global 2014. El Microscopio Global es un indicador realizado por The Economist Intelligence Unit a nivel mundial que mide el entorno nacional para la inclusión financiera aplicando los siguientes criterios: la serie de productos y servicios financieros que se ofrecen, la diversidad de las instituciones que los ofrecen, el conjunto de nuevos métodos para proporcionarlos y el apoyo institucional que garantice la entrega segura de los servicios y productos a poblaciones de bajos ingresos.

Paraguay presenta una buena ubicación regional en lo que respecta a la inclusión financiera. No obstante, es preciso avanzar en el proceso de profundización financiera. El Paraguay se ubica en el puesto 7, por encima de Uruguay y Argentina, una buena posición considerando los demás países de América Latina y el Caribe.

El Gobierno ha avanzado en el contexto de la educación financiera y estructura normativa. El primer paso fue la creación de la Intendencia de Inclusión Financiera del Banco Central del Paraguay, que permitirá impulsar medidas para fomentar el acceso a los servicios financieros en forma responsable y una mayor eficiencia de los prestadores de dichos servicios.

Tabla 3

Microscopio Global 2014. América Latina y el Caribe

Clasificación	País	Puntaje	Clasificación	País	Puntaje
1	Perú	87	12	El Salvador	48
2	Colombia	85	13	Panamá	44
3	Chile	66	14	Jamaica	43
4	México	61	15	Guatemala	39
5	Bolivia	58	16	Costa Rica	37
6	Brasil	53	17	Argentina	36
7	Paraguay	53	18	Honduras	35
8	Uruguay	53	19	Trinidad y Tobago	33
9	Nicaragua	51	20	Venezuela	28
10	Rep. Dominicana	48	21	Haití	16
11	Ecuador	48			

Fuente: The Economist Intelligence Unit

En vista a la importancia de la bancarización y la profundización financiera en el crecimiento, como así también la falta de estabilidad financiera como consecuencia del impacto de las crisis a nivel global de los últimos años, el BCP ha visto

la necesidad de encarar un proceso más profundo que lleve a cumplir con el objetivo de estabilidad. Este proceso denominado *inclusión financiera*⁴ complementa los métodos de regulación ya existentes, ocupándose del cliente financiero como objetivo de la inclusión financiera.

Al respecto, el Directorio del BCP, con el fin de fortalecer el proceso de inclusión financiera, ha tomado la importante medida, conforme Resolución 11, Acta 23 del 05/04/2013, de crear la Intendencia de Inclusión Financiera (IIF), dependiente de la Superintendencia de Bancos. Esta Intendencia tiene como objetivo dirigir y coordinar el trabajo de supervisión *extra situ* en materia de Inclusión Financiera, enfocado en tres áreas específicas: bancarización, educación financiera y protección al consumidor financiero.

Con base en la experiencia internacional, es necesario que se cumplan ciertas condiciones para el incremento de la bancarización. Al respecto, se mencionan tres condiciones importantes:⁵ a) estabilidad macroeconómica, es decir, mantener la disciplina fiscal, el equilibrio externo y la inflación baja y estable; b) marco institucional adecuado, contar con un sistema legal claro y que refleje el estado de desarrollo del sistema, y c) supervisión efectiva,⁶ que se refiere a la observación del comportamiento de las firmas reguladas en todos sus aspectos.

De acuerdo con la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, la educación financiera es el proceso mediante el cual tanto los consumidores como los inversionistas financieros logran un mejor conocimiento de los diferentes productos financieros, sus riesgos y beneficios, y que, mediante la información o instrucción, desarrollan habilidades que les permiten una mejor toma de decisiones, lo que deriva en un mayor bienestar económico (OECD, 2005).

Por último, con la protección al consumidor financiero se pretende “contribuir a una supervisión eficaz a fin de garantizar el cumplimiento de las normativas vigentes y la creación de condiciones más equitativas entre las instituciones financieras y los usuarios de productos y servicios financieros. Atender los reclamos de los usuarios financieros y canalizar las consultas y reclamos a las áreas expertas, cuando corresponda”⁷

4 Reporte de Inclusión Financiera 1, BCP, junio de 2014.

5 Bancarización en el Perú, Matías Poggi Parodi, septiembre de 2014.

6 Banco de la República de Colombia, Borradores de Economía N.º 490/2008.

7 Reporte de Inclusión Financiera 1, BCP, junio de 2014.

Bancarización

En el marco de la bancarización y con el firme apoyo a la Inclusión Financiera, el Banco Central emitió varias normativas que se detallan a continuación:⁸

Corresponsales no bancarios

El Banco Central del Paraguay emitió la reglamentación que permite realizar transacciones financieras por medio de terceros, entendiéndose como terceros a aquellas personas, físicas o jurídicas, que cuenten con la debida autorización de las entidades financieras para la prestación de servicios financieros, denominados *corresponsales no bancarios*. Los servicios que prestan los CNB permiten incrementar el número de las distintas transacciones financieras, especialmente en áreas o regiones donde, por las características geográficas, se complica en gran medida acercar los servicios de cada uno de los bancos o financieras de plaza a través de sus sucursales. Por lo tanto, los CNB cumplen la importante tarea de intermediar entre los habitantes de una zona o región en particular y las entidades financieras, realizando operaciones ya sea de extracciones, depósitos, pago de los servicios básicos, créditos a sola firma, entre otros.

Cuentas básicas de ahorro

Este reglamento facilita el acceso a los depósitos bancarios por no requerir montos mínimos de apertura ni saldos mínimos promedio. Entre algunas características importantes que contiene esta normativa de cuentas básicas (CB), está, por ejemplo, que su apertura se puede realizar sin presencia física del interesado, a través de medios electrónicos como los teléfonos móviles. Debe resaltarse que la cuenta básica podría convertirse en una herramienta que facilite la entrada al sector financiero formal de personas con bajos ingresos, jóvenes y otros, quienes por motivos particulares no han podido acceder a una cuenta de ahorro bancaria.

Medios de pago electrónico

Esta reglamentación permite que entidades no bancarias puedan proveer el servicio de medios de pago electrónico. A efectos de minimizar riesgos, el límite máximo permitido en saldos de cuentas de dinero electrónico es de 40 jornales mínimos. Asimismo, las entidades de medios de pago electrónico solo pueden ofrecer su servicio en moneda local y dentro del territorio nacional. Los saldos existentes en las cuentas de dinero electrónico que no tengan movimiento en un plazo máximo de 90 días deberán ser transferidos a cuentas bancarias.

8 Ídem.

Normativas aplicadas para el aumento de la Inclusión Financiera en Paraguay (bancarización)

- Corresponsales no bancarios: Resolución 1, Acta 70 del 22/11/11
- Cuentas básicas: Resolución 25, Acta 51 del 18/07/13
- Medios de pago electrónicos: Resolución 6, Acta 18 del 13/03/14
- Información al público sobre tarjetas de crédito: Resolución 3, Acta 7 del 28/01/14

Fuente: Reporte de Inclusión Financiera 1, BCP, junio de 2014.

Educación financiera

En lo que respecta a la Educación Financiera, la Intendencia de Inclusión Financiera, con el objetivo de alcanzar las metas propuestas, ha firmado varios convenios con el Ministerio de Educación y Cultura.

En el marco de las metas establecidas en el plan estratégico N.º 4 “Contribuir a la comprensión de los fenómenos y temas económicos, financieros y regulatorios”, actualmente en vigencia, el Directorio del BCP, por Resolución 12 Acta 69 del 24/11/2009, ha resuelto “Conformar el grupo de trabajo, que se encargará del desarrollo e implementación del Programa de Educación Económica y Financiera del Banco Central del Paraguay”.⁹

El 26 de julio de 2010 se firmó un Convenio Marco de Cooperación Interinstitucional con el MEC, el cual busca principalmente el desarrollo de programas y proyectos adecuadamente convenidos, mediante la organización y coordinación en el diseño, la planificación y la implementación de actividades diversas, así como la asistencia técnica, el asesoramiento e intercambio de información educacional, científica, tecnológica, administrativa y de servicios a la comunidad.

Entre los principales productos de este convenio marco figuran la creación en el MEC de la oficina Convenio MEC-BCP con sus representantes, la aprobación del Programa de Educación Económica y Financiera y la autorización del MEC para su implementación como plan optativo del tercer curso de la Educación Media en todas sus modalidades, con 105 horas cátedra de duración. Este programa fue lanzado el 18 de julio de 2012.

Posteriormente, con el fin de avanzar en la universalidad del programa, el MEC, por Resolución 861 del 29 de enero de 2014, dispuso la actualización curricular del bachillerato científico de la educación media, y que las modificaciones establecidas en la resolución se implementaran a partir del 2014, en las instituciones educativas oficiales, privadas y privadas subvencionadas del nivel medio de todo el país. Para esto, se aprobó el programa de Educación Económica y Financiera para el

⁹ Fuente: Reporte de inclusión financiera 1, BCP, junio de 2014.

tercer curso del nivel medio, con dos horas semanales en el plan común dentro del grupo Ciencias Sociales y sus Tecnologías, y cuya competencia específica consiste en aplicar los conocimientos de la educación económica en la toma de decisiones financieras para beneficio personal, comunitario y nacional.¹⁰

En este proceso de inclusión financiera, donde la educación financiera es uno de los ejes principales, el Banco Central trabaja muy de cerca con instituciones internacionales de primer nivel como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Interamericano de Desarrollo, la Alliance for Financial Inclusion (AFI), la Child and Youth Finance International (CYFI) y el CEMLA, entre otras.

Protección al consumidor

En los últimos años, el BCP introdujo una serie de regulaciones para bancos y financieras cuyo objetivo es velar por la transparencia informativa de las entidades de crédito en las relaciones con sus clientes.

El Banco Central emitió la Resolución 1, Acta 70 de 2011, sobre el uso de agentes y la Resolución 6, Acta 18 de 2014, sobre medios de pago electrónico, las cuales contemplan disposiciones sobre cuestiones relacionadas con la protección del consumidor, incluyendo prácticas comerciales, transparencia, responsabilidad civil del proveedor y manejo de reclamos.

Ante la necesidad de asegurar las buenas prácticas de las instituciones supervisadas, en abril de 2013 se creó la División de Supervisión de Protección al Consumidor Financiero (SPCF), encargada de contribuir a una supervisión eficaz y eficiente a fin de reducir al mínimo los riesgos de incumplimiento de las normativas vigentes y fomentar la creación de condiciones favorables y más equitativas entre las instituciones financieras y sus usuarios.

En el marco de la transparencia informativa que guarda relación con las entidades de créditos, el BCP lanzó en el 2012 una guía de normas, la cual se resume a continuación:

10 Fuente: Reporte de inclusión financiera 1, BCP, junio de 2014.

Guía de normas referentes a la protección del consumidor financiero

La presente guía es preparada en el marco de lo contemplado en el Art. 107 de la Ley 861/96, que menciona: “el Banco Central del Paraguay, con la opinión de la Superintendencia de Bancos, velará por la transparencia informativa de las entidades de crédito en las relaciones con sus clientes, a través de los siguientes medios:

- a. a) Exigir la previa información al público de las tasas de intereses efectivas, condiciones y otros gastos por las operaciones o servicios a realizar, con expresa prohibición de que hagan aplicaciones distintas a las que tuvieren anunciadas;
 - b. Señalar detalladas obligaciones respecto a las entregas y contenidos de documentos contractuales de las operaciones y de las comunicaciones sobre liquidación de intereses a la clientela;
 - c. Dictar normas de carácter general de publicidad en que las entidades financieras hagan referencia a las operaciones activas y pasivas para el público, de operaciones, servicios o productos financieros; y,
 - d. Adoptar cualquier otra medida que considere procedente para proteger los legítimos intereses de los clientes de las entidades financieras”.
1. Resolución SB.SG.N.º 723 de fecha 31.10.95. Por la cual se establece el modelo de los Estados Contables y sus notas explicativas a ser publicados anualmente por las Entidades Financieras.
 2. Circular SB.SG.N.º 259 de fecha 25.10.01. Conceptos, procedimientos detallados y ejemplos para el cálculo de tasas de interés.
 3. Resolución N.º 2, Acta N.º 123 de fecha 15.11.01. Normas sobre transparencia informativa de cálculos y publicación de Tasas de Interés.
 4. Circular SB.SG.N.º 003 de fecha 03.01.02. Publicación de la nómina de Accionistas de las Entidades Financieras.
 5. Circular SB.SG.N.º 69 de fecha 26.02.03. Publicación de los balances anuales que hayan sufrido modificaciones y/o ajustes.
 6. Circular SB.SG.N.º 56 de fecha 21.02.05. Especificación del monto de depósitos sujetos a la protección del Fondo de Garantía del Banco Central del Paraguay.
 7. Resolución N.º 2, Acta N.º 73 de fecha 07.11.07. Comisiones y gastos por servicios que no son componentes de la Tasa de Interés.
 8. Circular SB.SG.N.º 26 de fecha 22.01.08. Referente a la exhibición de cotización de monedas extranjeras en las Entidades.
 9. Resolución N.º 1, Acta N.º 62 de fecha 30.07.08. Por la que se autoriza a la Central de Riesgos a proveer información solicitada por deudores, codeudores y garantes.
 10. Circular SB.SG.N.º 575/09 de fecha 30.10.09. Por la que se establecen directivas respecto al formato de presentación de los contratos de tarjetas de crédito, contratos únicos de servicios bancarios y cualquier documento que conlleve derechos y obligaciones para clientes e intermediarios financieros.
 11. Indicadores del Sistema Financiero – Publicación Trimestral realizada en cumplimiento del Art. 25 de la Ley 3899/2009. La misma está preparada con datos extraídos de los estados contables presentados por las instituciones de intermediación financiera.

La Estrategia Nacional de Inclusión Financiera

Para atender la necesidad de reducir los niveles de pobreza en nuestro país y de arbitrar mecanismos idóneos que permitan al Gobierno nacional lograr dicho fin, es imprescindible impulsar planes y políticas que promuevan la calidad de vida de las personas y el bienestar de la población. Con ese propósito, a través del Decreto 291/13, el Gobierno nacional declaró prioridad nacional la meta de reducción de la pobreza, dentro de la cual surge la inclusión financiera como una manera viable de ayudar dicho propósito.

La inclusión financiera beneficiará al país porque se contará con un sistema financiero más sólido y extendido, que proteja a la población con legislaciones adecuadas y con productos que logren el mejoramiento de la calidad de vida de los habitantes. Con la inclusión financiera mejora el acceso y uso de una gama de servicios financieros de calidad, en forma oportuna, conveniente, informada y con un costo accesible, bajo una regulación apropiada que garantice esquemas de protección al consumidor y promueva la educación financiera. Ayuda a mejorar las capacidades financieras y la toma de decisiones racionales por parte de todos los segmentos de la población, con el fin de mejorar las oportunidades económicas de los individuos y de las empresas, potenciando el crecimiento económico y el bienestar de la población, reduciendo los niveles de pobreza.¹¹

Para tal cometido, se firmó el Decreto 1971/14, que aprueba la elaboración y el desarrollo de la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera, que buscará aunar y organizar las acciones y los esfuerzos de las instituciones que directa e indirectamente trabajen y contribuyan a mejorar la inclusión financiera en el país, con el fin de lograr un mayor impacto y alcance de los trabajos realizados para mejorar el bienestar de las personas. El decreto también crea el Comité Nacional de Inclusión Financiera conformado por el Ministerio de Hacienda, el Banco Central del Paraguay, la Secretaría Técnica de Planificación del Desarrollo Económico y Social y el Instituto Nacional de Cooperativismo, cuya función principal será elaborar y desarrollar la estrategia. Este Comité Nacional será representado por una Secretaría Ejecutiva para garantizar mecanismos de coordinación e implementación.

Oficialmente se llevó a cabo el lanzamiento de la ENIF en diciembre de 2014. Actualmente, se está trabajando en el proceso de implementación, que consiste en la conformación de los diferentes grupos de trabajo (GT) relacionados con los siete sectores prioritarios (ahorro, seguros, créditos, pagos, protección al consumidor, educación financiera y poblaciones vulnerables) más uno, de corte transversal a los anteriores, vinculado con el medio ambiente para la facilitación de la inclusión financiera a nivel nacional. Los GT cuentan con la participación de representantes de aproximadamente 50 organizaciones públicas y privadas.

11 Considerando del Decreto N.° 1971/14 del 22 de julio de 2014.

Principales aspectos de la propuesta para la ENIF

La misión es ofrecer servicios financieros de calidad y asequibles para todas las personas en el Paraguay que los necesitan, a través de un mercado diverso y competitivo.

Con esta estrategia se pretende alcanzar los siguientes objetivos¹²

- a. Reducir las vulnerabilidades financieras de las familias en la base de la pirámide;
- b. Promover la mayor extensión de los servicios financieros en un mercado competitivo y seguro;
- c. Ayudar al desarrollo y al crecimiento económico a través del acceso de MIPYMES y grandes empresas a productos financieros;
- d. Promover la inclusión financiera, manteniendo un equilibrio con la estabilidad del sector financiero, la integridad, la educación y la protección de los consumidores.

Los objetivos trazados tienen un alcance bastante amplio puesto que incluso se refieren a promover el acceso a servicios financieros por parte de las grandes empresas. Esta amplitud de los objetivos refleja la situación de muy bajo acceso a servicios financieros en el Paraguay, como se describe en el diagnóstico de oferta.

Los siete ejes temáticos en la ENIF están definidos más en función de las barreras y los productos financieros que de las poblaciones afectadas, posiblemente como resultado de la multiplicidad de factores de oferta, demanda y regulatorios que afectan negativamente la inclusión financiera en Paraguay. Sin embargo, atendiendo los objetivos generales de la estrategia como herramienta para reducir la pobreza, a pesar de ser uno de los ejes temáticos, las actividades dirigidas a la población vulnerable se implementarán como parte de los otros seis ejes temáticos. Es de señalar que es precisamente la población vulnerable, junto con la de bajos ingresos, la que típicamente tiene más problemas de acceso a los servicios financieros.

La ENIF se clasifica dentro de los siguientes ejes, con objetivos específicos en función de los resultados de los diagnósticos:

1. Ahorro: promover el acceso y desarrollar los canales de bajo costo.
2. Crédito: mejoras en centrales de riesgo, promoción del mayor acceso al crédito a la microempresa y actividades rurales, y transparencia.
3. Seguros: desarrollo del mercado a través de la medicina prepagada, el SOAT y los microseguros.

¹² Estrategia Nacional de Inclusión Financiera 2014-2018, diciembre de 2014.

4. Pagos: canales de bajo costo, monederos móviles, plataformas de pagos y pagos de gobierno.
5. Educación financiera: definición de una estrategia y los contenidos.
6. Protección al consumidor: fortalecimiento de la regulación de protección al consumidor.
7. Población vulnerable: acceso al ahorro, falta de modelo de negocio.

En cada uno de estos ejes se definieron metas ambiciosas para ser logradas en el 2018:

Eje temático	Metas/objetivos
1. Ahorro	Aumentar la titularidad de cuentas de ahorro de 29% a 50%. Aumentar de 14% a 30% la población que ahorra
2. Crédito	Aumentar el crédito a MIPYMES del 30% al 40% y el % de endeudamiento en instituciones financieras formales, del 23% al 28%.
3. Seguros	Aumentar la cobertura de seguros de 26% a 36% de los adultos.
4. Pagos	Disminuir el uso de efectivo para pago de sueldos de 76% a 20%.
5. Educación financiera	Aumentar el porcentaje de adultos (15+) con EF para finanzas personales de 10% a 20%.
6. Protección al consumidor	Todas las entidades financieras cuentan con mecanismos de atención de reclamos y consulta a consumidores incluyendo los segmentos financieramente vulnerables.
7. Población vulnerable	Extender cobertura a los 69 distritos excluidos con énfasis en los 17 distritos vulnerables prioritarios.

Propuesta coherente con realidad nacional

La propuesta de la ENIF está en correspondencia con los desafíos identificados en el estudio de la demanda, la oferta y del marco regulatorio del sector financiero nacional. El proceso desarrollado desde abril 2013 ha permitido un primer diagnóstico con el cual se obtuvo la Línea de Base de Inclusión Financiera en Paraguay.

Áreas temáticas e indicadores

Se han delimitado siete áreas temáticas (ahorro, crédito, seguros, pagos, educación financiera, protección al consumidor y población vulnerable) con metas claras para el 2018, a cuyo efecto se conformarán grupos de trabajo con funciones y atribuciones específicas, que serán integrados por actores públicos y privados. En concreto, cada área tendrá un indicador de desempeño asociado, por su parte, cada indicador tendrá una actividad visible y de alto impacto (*victoria rápida* o *quickwin*, en inglés) que las personas serán capaces de percibir directamente.

Cada victoria rápida es una acción política de un conjunto de medidas destinadas a apoyar a los indicadores de desempeño. En la ENIF se propone que los cambios regulatorios que promuevan el acceso a los servicios financieros puedan sentar las bases para un mayor uso de estos servicios y el mejoramiento de la calidad.

La propuesta para la ENIF no involucra una demanda de recursos públicos. No se tiene previsto, entre las líneas de acción, actividades que involucren o requieran recursos públicos, salvo aquellos relacionados con la prestación de servicios técnicos de los profesionales de cada institución y los recursos requeridos para llevar adelante las actividades con el sector privado, como los talleres, seminarios y otros gastos de logística.

Liderazgo de la banca pública en la implementación de la ENIF

En los últimos años, la economía mundial ha experimentado transformaciones en el sistema financiero que requieren de la acción de la política pública. El creciente desarrollo y la profundización del sistema financiero mundial se han dado sin efectos significativos sobre la disponibilidad del financiamiento de largo plazo en condiciones adecuadas, y sin incluir a aquellos segmentos de la población, tradicionalmente excluidos.

En este sentido, Besley (1994) señala que la participación del Estado se ha justificado en los mercados financieros por problemas de fallas de mercado y bajo nivel de desarrollo de instituciones complementarias a los sistemas financieros, como los mercados de seguros y mecanismos para facilitar la obtención y divulgación de información, tanto para prestamistas como demandantes de créditos. Además, alude que la participación del Estado es importante pues se observan problemas de alfabetismo funcional y financiero de la población, una infraestructura poco apropiada y una falta de mecanismos para hacer cumplir los contratos.

En relación con esto, la Ley Orgánica del Ministerio de Hacienda ha experimentado una modificación que le atribuye nuevas funciones en el ámbito financiero público. En particular, la Ley 4394/11, en su Artículo 1°, modifica el Artículo 1.° de la Ley 109/91, estableciendo como una de sus funciones: “la coordinación de la política, estrategia y monitoreo de las instituciones financieras públicas¹³ que hacen al ámbito del Ministerio de Hacienda”.

Al respecto, se ha iniciado un proceso de diálogo e incipiente coordinación de acciones y toma de decisiones con la Mesa de Coordinación de Instituciones Financieras Públicas, como iniciativa y bajo responsabilidad del Ministerio de Hacienda, en el ámbito de la banca pública.

13 Agencia Financiera de Desarrollo (AFD), Banco Nacional de Fomento (BNF), Crédito Agrícola de Habilitación (CAH), Fondo Ganadero (FG) y Secretaría Nacional de la Vivienda y Hábitat (SENAVITAT).

El sistema financiero público paraguayo sigue operando con políticas de crédito a corto plazo, limitando de esta manera la posibilidad de inversiones productivas a largo plazo que puedan impulsar el desarrollo. Además, no ha podido desarrollar productos y servicios innovadores que promuevan el cierre de brechas en materia de financiamiento del desarrollo y la inclusión financiera.

Este es el momento oportuno para evaluar las acciones y estrategias tomadas en el ámbito de la política económica de las instituciones financieras públicas, considerando alternativas de mejoramiento del marco legal y estructural de la Banca Pública de Primer Piso.

Es así que las políticas y acciones del gobierno deben enfocarse hacia el logro del bienestar de la población. La inclusión financiera beneficiará al país al poder contar con un sistema financiero más sólido y estable, con una población más protegida, con legislaciones adecuadas y con productos que logren el mejoramiento de la calidad de vida de los habitantes.

El sector público podría enfocarse en potenciar, principalmente, tres áreas: nuevas tecnologías para aumentar la inclusión financiera; el diseño de nuevos productos, y la educación financiera.

Innovación tecnológica

Las nuevas tecnologías, como los pagos móviles, la banca móvil, *home banking* y las tecnologías de identificación biométrica permiten reducir el costo y la falta de acceso a los servicios financieros.

Estas innovaciones generan competencia entre los proveedores de servicios financieros permitiendo bajar sus costos.

Para aprovechar el potencial de las tecnologías, los reguladores deben permitir que compitan los proveedores de servicios financieros, siempre respetando el otorgamiento de créditos a personas calificadas.

Diseño de nuevos productos

Fomentar el diseño de productos innovadores que puedan paliar las deficiencias del mercado y satisfacer las necesidades del consumidor financiero.

Educación financiera y de negocios

El Banco Mundial señala que la educación financiera es diferente de la capacidad financiera, y que las investigaciones indican que la educación financiera estándar, dirigida a la población en general no tiene mucho impacto en la inclusión financiera. Se necesita más que charlas y memorización de definiciones para desarrollar la capacidad suficiente para beneficiarse de los servicios financieros.

La educación financiera no garantiza que una persona tendrá la capacidad financiera y la capacidad de tomar decisiones económicamente racionales.

Para culminar, es importante mencionar las medidas adoptadas por la Superintendencia de Bancos y Seguro del Perú, país ubicado en el primer lugar de inclusión financiera si lo analizamos en comparación con países de América Latina y el Caribe. La SBS, mundialmente reconocida como una de las mejores reguladoras, ha impulsado por varios años iniciativas y esfuerzos para fomentar las microfinanzas, bancarización y mayor nivel de inclusión financiera. A partir del 2012, la SBS adoptó los 9 principios del G20: liderazgo, diversidad, innovación, protección, empoderamiento, cooperación, conocimiento, proporcionalidad y marco regulatorio.¹⁴

Conclusiones

Existen suficientes evidencias empíricas de que el aumento y el desarrollo del sector financiero generan mayor crecimiento económico, pues la canalización del ahorro, a través de una amplia gama de productos financieros, hacia los sectores productivos, involucra inversiones más eficientes, lo que a su vez se refleja en un mayor crecimiento y además mejora el nivel de vida de las personas.

Es por eso que, en los últimos años, el concepto de inclusión financiera ha ganado fuerza, tanta que numerosos países están impulsando programas en esa línea.

El Gobierno nacional, con el objetivo de acompañar el proceso a nivel mundial, fue signatario junto a otros países de la Declaración de Maya (septiembre de 2011), un compromiso con la Inclusión Financiera por los integrantes de la red de la AFI.

Entre las políticas adoptadas para lograr los objetivos trazados, se aprueba por Decreto del Poder Ejecutivo la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera y se crea el comité encargado de la implementación de dicha Estrategia.

Por lo expuesto, se considera que el Ministerio de Hacienda, en el marco de lo que establece su carta orgánica recientemente promulgada, debería encargarse de liderar las acciones para establecer las políticas y planes a seguir en relación con los objetivos trazados en la ENIF, en coordinación con las demás instituciones que integran el citado comité.

¹⁴ Oportunidades y obstáculos a la Inclusión Financiera en Perú. Centro para la Inclusión Financiera N.º 21- Set 2013.

Cuadro Matriz de la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera

Áreas temáticas	Ahorros	Créditos	Seguros	Pagos	Educación Financiera	Protección del Consumidor	Poblaciones Vulnerables
Indicador clave para alcanzar en el 2018 (los porcentajes son para personas, excepto cuando se indique lo contrario).	Aumentar la titularidad de cuentas de ahorro de 29% a 50% de la población adulta y el uso de 14% de la población que ahorra en una institución formal a 30%.	Aumentar el crédito responsable a las MIPYMES del 30% al 40 % y aumentar el porcentaje de endeudamiento responsable en instituciones financieras formales del 23% al 28% de adultos.	Aumentar la cobertura de seguros de 26% a 36% de los adultos.	Disminuir el uso de efectivo y cheque para el pago de sueldos y salarios de 76% a 20%.	Aumentar el porcentaje de adultos (15+) que reportan haber recibido cierta capacitación, asesoramiento o apoyo para manejar sus finanzas personales y la administración de su dinero de 10% a 20%.	Las instituciones que proveen servicios financieros regulados y no regulados publican sus mecanismos de atención de reclamos y consultas y estos toman en cuenta las realidades de los diferentes grupos de ingreso, incluyendo los segmentos financieramente vulnerables.	Extender servicios financieros via canales costo-efectivos a los 69 distritos más poblados y financieramente excluidos del país, con énfasis en los 17 distritos vulnerables prioritarios que forman parte del plan de gobierno para eliminar la pobreza extrema.
Actividades de apoyo de logro rápido	Emitir instrucciones claras sobre lo que se necesita para abrir una cuenta de ahorros ordinaria (IFR)*	Asegurar que las centrales de riesgo del BCP y del INCOOP se comuniquen entre sí (IFR)	Explorar las posibilidades de implementar un seguro agropecuario para pequeños y medianos productores (IF)	Convertir 80 % de los pagos del gobierno central a medios electrónicos, y hacer que 100% de los nuevos pagos sean vía medios electrónicos a través de entidades autorizadas (IFR)	Desarrollar herramientas, directrices y contenido de educación financiera para las instituciones educativas, organismos de servicio social e instituciones financieras, con énfasis en las poblaciones vulnerables y sus características (EFPV)	Mejorar la regulación de la transparencia de las tasas de interés y comisiones a través de la divulgación del "Costo Financiero Total" inicialmente para créditos y para todos los prestamistas (PC,R)	Aprovechar el uso generalizado de teléfonos móviles y la cobertura de la red de operadores móviles para fomentar la expansión de los ahorros en la población vulnerable (IF,PV)

*Indica los temas de acciones de política de apoyo: innovación financiera(IF), regulación(R), educación financiera(EF), protección al consumidor (PC), poblaciones vulnerables(PV).

Bibliografía

- BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY (2014). *Informe de Inclusión Financiera - Junio 2014*. Asunción Paraguay.
- BANCO MUNDIAL [BM] (2014). *Encuesta de Inclusión Financiera de Paraguay 2013*. Washington, D.C.
- BM (2014). *Estrategia Nacional de Inclusión Financiera 2014-2018*. Asunción.
- BECK, T. et al (2000). "Finance and the Sources of Growth". *Journal of Financial Economics*. 58. 261-300.
- CISNEROS, D. (2013). Oportunidades y obstáculos a la Inclusión Financiera en Perú. Centro para la Inclusión Financiera. Nro. 21.
- DECRETO N.º 1971/14. Asunción, Paraguay. 22 de julio de 2014.
- ESTRADA, D., Gutiérrez, J. (2008). Supervisión y regulación del sistema financiero: Modelos, implicaciones y alcances. Banco de la República de Colombia, Borradores de Economía, Nro. 490.
- LEVINE, R (2004). *Finance and growth: theory and evidence* NBER Working Paper, 10766, National Bureau of Economic Research.
- POGGI, M. (2014). *Limitaciones para la bancarización en el Perú*. Huancayo, Perú

Incidencias de las modificaciones legislativas propuestas por el BCP

Ernesto Velázquez Argaña

Esta publicación, opinión y comentarios son de exclusiva responsabilidad del autor y no necesariamente comprometen la opinión del Banco Central del Paraguay. Un especial agradecimiento a Juan Manuel Gustale, Jorge Jiménez, Christian Tondo y por último pero no menos importante a Ana Laura Vera.



Toda legislación moderna y eficiente debe interpretar y dar respuestas a los aspectos fundamentales de una realidad y, por tanto, reflejar la idiosincrasia y la práctica imperantes en la sociedad en un momento determinado.

En la generalidad de los casos, y dependiendo de la materia regulada por la ley, esta *realidad* casi nunca es estática, pues está determinada por constantes cambios y ajustes derivados, principalmente, de las interacciones de los sujetos regulados. Consiguientemente, el dinamismo que impone una materia legal específica hace que la norma que la regule necesariamente deba contener herramientas, principios, estándares y disposiciones que establezcan los ajustes necesarios para acomodarlos a la citada coyuntura.

A los efectos señalados, una norma moderna, además de disponer los parámetros necesarios para la mejor regulación de la materia particular, debe contemplar los estándares y principios cuya aplicación permitirá el avance de la materia regulada, al tiempo de salvaguardar el bien jurídico protegido, otorgar una mayor seguridad jurídica y propiciar la inserción del país en el mundo.

Al Banco Central del Paraguay, en su calidad de órgano legalmente responsable de velar por la estabilidad del sistema, no le es extraño este razonamiento, razón por la cual ha adoptado una actitud proactiva proponiendo la modificación de las normas que actualmente rigen el mercado financiero. El Banco Central del Paraguay tiene la convicción de que si cuenta con herramientas legales modernas, podrá ejercer una supervisión más eficiente y eficaz del sector financiero, garantizando así el cumplimiento del deber que le impone su Carta Orgánica. Todo esto debe ir acompañado de una política monetaria adecuada, tendiente a preservar el valor de la moneda y apuntalar el normal desenvolvimiento de la economía nacional, la que se encuentra en franco crecimiento a pesar de las condiciones regionales adversas.

Escenario imperante en que las actuales Leyes N° 489/95 y 861/96 fueron dictadas

Al momento de sus respectivas promulgaciones, la Ley N° 489/95 Orgánica del Banco Central del Paraguay y la Ley N° 861/96 General de Bancos y otras Entidades Financieras supieron reflejar fielmente la coyuntura imperante en nuestro país en la década de los noventa. En efecto, la vigencia de las citadas leyes constituyó uno de los factores más determinantes que hizo posible el reordenamiento financiero y bancario poscrisis, en gran medida, porque las citadas leyes incorporaron las mejores prácticas financieras de la época que rigieron de una manera positiva el mercado financiero por los siguientes veinte años.

No obstante, cabe destacar que las referidas leyes fueron sancionadas y promulgadas durante una crisis financiera sin precedentes en Paraguay con la misión de restablecer la viabilidad y credibilidad del sistema financiero nacional que se encontraba virtualmente destruido.

Crisis financiera y regulación

Las repercusiones negativas de la crisis bancaria de los años noventa perduraron hasta el año 2003. Durante dicho lapso de tiempo fueron decretadas innumerables intervenciones forzosas de instituciones de intermediación financiera, muchas de ellas, de importancia sistémica, que originaron, a su vez, las intervenciones de otras entidades de menor incidencia en el mercado.

En el momento de la referida debacle, regía un sistema bancario caduco –y hasta obsoleto–, incapaz de afrontar la situación de crisis que se suscitaba en aquel entonces, la cual fue reflejo de una época vivida por la sociedad paraguaya por varios decenios, caracterizada por un gobierno autoritario que propició una liberalización financiera que no ofrecía las condiciones necesarias, ni una estructura legal, para hacer frente a la proliferación de entidades que se incorporaron apresuradamente al sector financiero.

En efecto, un país de las proporciones del Paraguay de entonces difícilmente podía albergar al centenar de bancos y financieras que precipitadamente se lanzó a la conquista de un mercado financiero en el cual imperaban reglas de juego que eran desproporcionadas a la referida liberalización.

Las consecuencias, por demás nocivas, no se hicieron esperar, y se originó un importante número de intervenciones por parte de la Superintendencia de Bancos. Aproximadamente cincuenta y cinco¹ instituciones, incluyendo bancos de gran porte, fueron objeto de liquidaciones, sin que existiese –como se ha mencionado– un marco legal idóneo capaz de poner orden y de contrarrestar los ominosos efectos financieros que la crisis dejó a su paso.

1 - **En el marco de la Ley N° 417/73:** Bancopar S.A., General S.A., Bancosur S.A. de Inversión y Finanzas, Mercantil S.A., Financiera Urunday S.A., Financiera Sauce S.A., Vanguardia Financiera S.A., Sur S.A. de Finanzas, Financiera Industrial S.A., Financiera Estrella S.A., La Mercantil S.A. de Finanzas, Financiera Corpus S.A..

- **En el marco de la Ley N° 861/96:** Banco Unión S.A.E.C.A., B.I.P.S.A., Itabank IFSA, Banco Oriental S.A., Finamerica S.A., Banco Desarrollo S.A.E.C.A., SSB Banco S.A., Banco Plus S.A., Banco Alemán Paraguay S.A., B.N.T., Multibanco, Financiera Integral S.A., Financiera Alfa S.A., Financiera Empresarial S.A., Upafisa S.A., Financiera Plata S.A., Financiera Paraguaya S.A., Corporación Financiera S.A., Financiera Ortumar S.A., Fianban S.A. de Finanzas, Finanzas & Inversiones, Financiera Agrocenter S.A. **Liquidaciones Voluntarias en el marco de la Ley N° 861/96:** Banco Corporación, Banco Real del Paraguay, Banespa, Banco República o del Uruguay, ING Bank, Banco Asunción, Banco Paraná, Financiera el Productor S.A., Financiera Roble S.A., Financiera Sudamérica S.A., Financiera Ejecutiva, Financiera Activa S.A., Financiera Paratodo S.A.E.C.A., Financiera Divipar S.A., Financiera Everest S.A., Financiera Prudencia S.A., Financiera Técnica S.A., Financiera La Paraguaya, Financiera Prime S.A., Financiera Parapití S.A.E.C.A., Financiera Vencedora S.A..

Esta cadena de intervenciones y, sobre todo, el enorme costo fiscal, político y social que ello generó, forzó a las autoridades de ese entonces a reformular de manera precipitada y reactiva –dada la premura del caso– la legislación bancaria que aún hoy nos rige.

La nueva legislación fue reactiva a la difícil situación. El nuevo sistema normativo fue diseñado debido a –y durante– la crisis para contrarrestar sus efectos y prevenir situaciones similares que causaron tanto perjuicio a la economía nacional.

Las modificaciones de las Leyes N° 489/95 y 861/96: Una larga historia

Puede decirse, sin temor a equívocos, que la economía paraguaya comenzó a despegar a partir de la firma del Acuerdo Stand-by (SBA, por sus siglas en inglés) con el Fondo Monetario Internacional en el año 2003, mediante el cual fueron obtenidos recursos financieros internacionales para impulsar la economía del país, al tiempo de adoptarse las mejores prácticas económicas como condicionalidad del préstamo.

El Acuerdo Stand-by de 2003 –Punto II, Letra D, Numeral 18 y 19– ya expresaba en aquel entonces la necesidad de fortalecer los procesos de supervisión y resolución bancaria, dotando de los suficientes recursos legales a la Superintendencia de Bancos a los efectos de llevar adelante efectivamente sus funciones. Asimismo, se resaltó que las reformas legales deberían enfocarse a la implementación de una solución definitiva a la situación del BNF, el fortalecimiento del marco legal del sistema de resolución bancaria, y un mejoramiento de la supervisión bancaria. En efecto, la sanción de una nueva ley del sistema bancario ya se encontraba dentro de las medidas que deberían haber sido tomadas en el marco del SBA-Program².

En el año 2005, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (Banco Mundial) realizaron la primera evaluación conjunta del sistema financiero nacional, que recibe el nombre de Programa de Evaluación del Sector Financiero o FSAP (Financial Sector Assessment Program). Los resultados arrojados por el informe FSAP fueron sumamente desfavorables para nuestro país: Se concluyó que el grado de cumplimiento exhibido por Paraguay en relación a los Principios Básicos de Supervisión Bancaria Efectiva de Basilea ascendía nada más que a un 16%.

El resultado del primer informe FSAP pudo ser revertido unos años después (a finales de 2010), cuando el segundo informe FSAP determinó que el Paraguay

² IMF (2004). *Staff report for the request for Stand-By Arrangement*, Pág. 11 y 12. Marzo de 2004, de Fondo Monetario Internacional (FMI). Sitio web: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2004/cr0466.pdf>.

alcanzaba un cumplimiento de los Principios Básicos de Basilea en un 63%. Este logro fue posible gracias a la tarea de regulación normativa liderada por el Banco Central del Paraguay entre los años 2006 y 2010. En efecto, paralelamente al primer y segundo FSAP, el Banco Central del Paraguay emitió normas prudenciales hasta agotar la capacidad reguladora establecida en la ley.

En ese marco, el Directorio del Banco Central del Paraguay ha venido emitiendo una serie de normativas sobre administración de riesgos, clasificación de riesgos crediticios y constitución de provisiones, requisitos previos a la autorización para operar en el sistema financiero, adopción de criterios *fit and proper*, radicación de accionistas en países que no sean considerados como paraísos fiscales, gestión del riesgo operacional, los cuales son solamente algunos ejemplos reglamentarios dignos de ser destacados. Entre otras regulaciones, especial mención merece la reglamentación sobre Gobierno Corporativo. Si bien dicha regulación no encuentra sustento en la Ley N.º 861/96, la misma se constituye, a los ojos del supervisor, en una de las herramientas que mayor contribución puede proporcionar a la estabilidad del sistema financiero. Asimismo, fue emitida una norma en virtud de la cual se intenta desagregar la composición del capital de las entidades financieras en dos niveles, requiriendo para el primero de ellos (el principal) las porciones más *puras*, es decir, aquellas que otorgan mayor seguridad en el momento de enfrentar situaciones adversas. Así también, especial énfasis fue otorgado a la promoción de la Inclusión Financiera, reglamentando la constitución de Corresponsales No Bancarios, Cuentas Básicas, así como Entidades de Medios de Pago Electrónico (EMPE's) que, utilizando la tecnología móvil, permiten que los excluidos del sistema formal y que se encuentran en lugares recónditos del país puedan acceder a una gama más amplia de servicios financieros.

En el año 2012, el Banco Central del Paraguay reimpulsa la modificación de las Leyes N.º 489/95 y 861/96. Los proyectos fueron socializados con los gremios –Asociación de Bancos del Paraguay (ASOBAN), Asociación de Entidades Financieras del Paraguay (ADEFI) y numerosos expertos internacionales– durante los años 2013 y 2014. El 25 de noviembre de 2014, por medio de las Resoluciones N.º 14 y 15 -Acta N.º 83- del Directorio del Banco Central del Paraguay, los proyectos de leyes fueron aprobados, y remitidos al Poder Ejecutivo el 28 de noviembre. A su vez, el 12 de marzo de 2015, el Poder Ejecutivo remitió los proyectos al Congreso Nacional para su estudio, donde se encuentran en la actualidad.

El actual escenario propicio para las modificaciones legales

La realidad actual es radicalmente opuesta a la que dio origen a la vigencia de las Leyes N.º 489/95 y 861/96. No obstante, las mismas siguen rigiendo el mercado

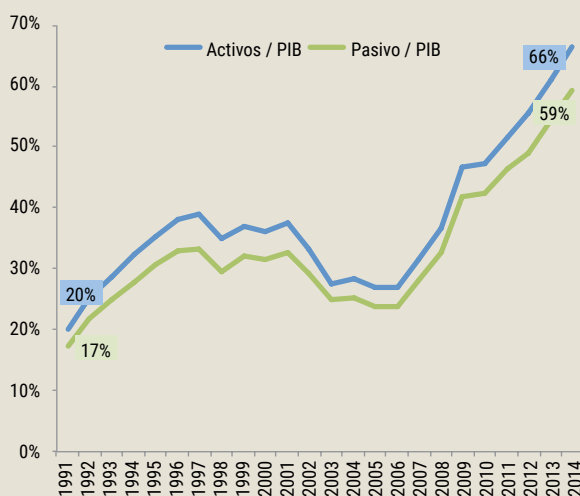
financiero nacional. Se hace, pues, imperativo, que esta nueva coyuntura quede reflejada en la letra –y espíritu– de las leyes a fin de acompañar los avances en materia financiera. Este es el fundamento de la modificación de las citadas leyes propuesta por el Banco Central del Paraguay; modificación que pretende adaptarlas a los nuevos buenos tiempos.

El momento para plantear los cambios normativos no puede ser más propicio, pues el sistema financiero se encuentra sólido, las instituciones financieras consolidadas, el ahorro del público en crecimiento –al igual que la inversión– y las cuentas públicas ordenadas. Todo esto hace que la consideración del Paraguay como país serio en el contexto global haya aumentado significativamente, al grado de situarnos a un punto del anhelado grado de inversión.

La adaptación de las leyes al dinámico desarrollo de los mercados financieros

Luego de los inconvenientes que vivió el sistema financiero entre los años 2002 y 2003, y gracias al esfuerzo mancomunado del sector financiero privado y del Estado, el panorama evolucionó positivamente y se inició una etapa sin precedentes, caracterizada por un repunte económico y social que se ha mantenido incólume (VER GRÁFICO 1). Las instituciones bancarias y financieras del Paraguay se ubican entre las más sólidas y estables de la región.

Gráfico 1
Evolución de activos y préstamos, porcentaje del PIB

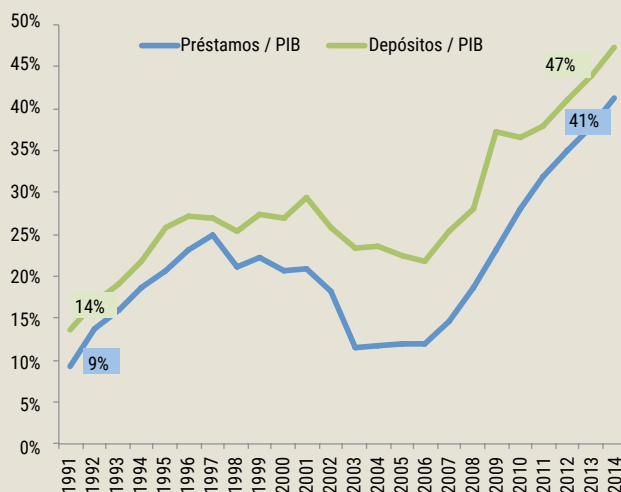


Fuente: Banco Central del Paraguay.

Los números hablan por sí solos: el tamaño del sector bancario creció 4,5 veces: los niveles de crédito que apenas representaban el 9% del Producto Interno Bruto (PIB) en el año 1991, subieron, a fines del año 2014, aproximadamente al 41% del PIB (VER GRÁFICO 2).

Gráfico 2

Evolución de préstamos y depósitos, porcentaje del PIB



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Actualmente, las entidades financieras nacionales se muestran sólidas, bien capitalizadas, ubicándose entre las más rentables de la economía, con bajas tasas de morosidad.

La tarea regulatoria del Banco Central del Paraguay de un tiempo a esta parte ha constituido un objetivo de trascendental importancia, dada no solo la necesidad de adoptar estándares internacionales y mejores prácticas, sino además, tomando en cuenta el desarrollo del sector financiero.

Puede afirmarse, sin lugar a dudas, que el Banco Central del Paraguay se ha destacado por adoptar regulaciones técnicas basadas en políticas y criterios respetados por la clase política. Con ello, ha venido acompañando y apuntalando el incesante crecimiento de la economía nacional y el dinámico desarrollo que exhibe el sistema financiero paraguayo.

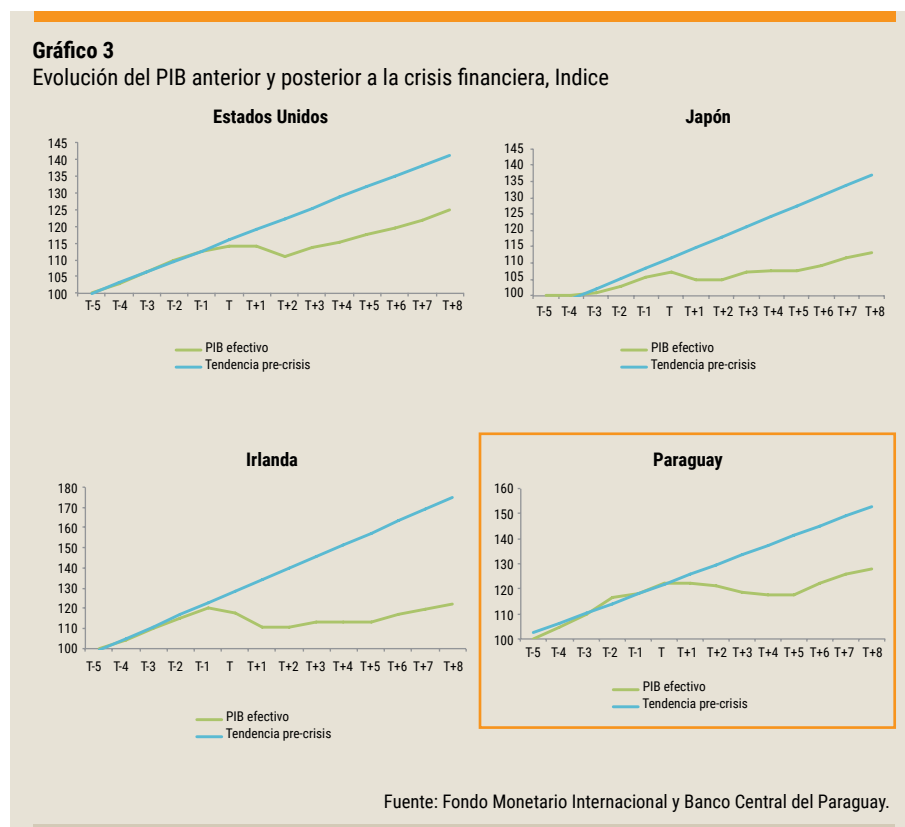
Indudablemente, este conjunto de normativas ha colaborado para consolidar la buena reputación del sistema financiero paraguayo, dotándolo de preceptos más

claros para su normal desenvolvimiento y garantizando también mayores niveles de transparencia, en beneficio del ciudadano paraguayo que confía en el sistema y que acude –cada vez más, conforme puede observarse en el GRÁFICO 2– a utilizar los servicios (créditos, depósitos, etc.) que ofrecen las instituciones de intermediación financiera, contribuyendo así a una mayor bancarización y formalización de la economía.

No obstante, este desarrollo económico necesita ser acompañado por modificaciones en las leyes bancarias, pues el Banco Central del Paraguay precisa de mayores facultades de regulación y supervisión para continuar acompañando de manera cercana y constante la notable evolución del sector financiero.

Herramientas apropiadas para prevenir eventuales crisis

Las crisis bancarias son extremadamente costosas, económica y socialmente. Ello puede apreciarse claramente en los siguientes gráficos:



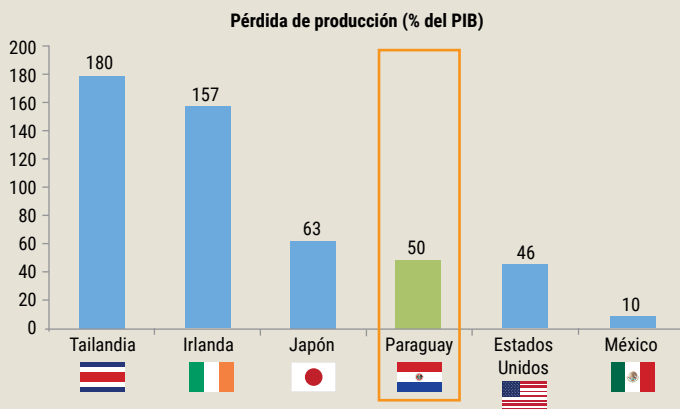
Así, las intervenciones sucedidas en los años 90 en nuestro país –que perduraron incluso hasta el año 2003– tuvieron un costo social muy significativo (VER GRÁFICO 3). Son pocas las personas que pueden afirmar que no se vieron afectadas –aunque sea de manera indirecta– por la crisis financiera en dicho periodo.

La crisis bancaria costó al Paraguay el equivalente al 50% del Producto Interno Bruto en cinco años (VER GRÁFICO 4).

Gráfico 4

Costos de la crisis financiera en países seleccionados, Porcentaje del PIB

Una pérdida aproximada del 50% del PIB en un periodo de 5 años a partir de la crisis (1997)



Fuente: Fondo Monetario Internacional y Banco Central del Paraguay.

Las mejores prácticas internacionales de supervisión bancaria

La profusa emisión de regulaciones prudenciales emanadas del Directorio del Banco Central del Paraguay contribuyó a acompañar, en gran medida, los desarrollos que se dieron en el sector financiero, pero ha llegado el momento de que solamente un ajuste en la legislación permitirá la continuidad de su desarrollo. Es por ello que se torna crucial la modificación de la normativa legal que rige el sistema.

En efecto, la legislación bancaria vigente en el Paraguay restringe, o dificulta significativamente, el avance de las políticas adoptadas por el Banco Central del Paraguay encaminadas a mejorar y actualizar las reglas de juego. Esta tarea será lograda únicamente a través de la continua incorporación de normas que repliquen lo establecido en los estándares internacionales y en los sistemas legales más avanzados, que permitirá a nuestro sistema financiero avanzar de la mano de las mejores prácticas que cotidianamente gobiernan los mercados financieros globales.

Sistema financiero paraguayo y supervisión

El sistema financiero paraguayo opera mediante esquemas tradicionales de intermediación financiera. Las entidades que lo componen se dedican mayormente a la captación y colocación de recursos del público (banca comercial típica), denotando un mercado todavía carente de sofisticación. En efecto, aún no existe un desarrollo notorio de la banca de inversiones o de otras formas de negocio bancario que difieran de las típicamente conocidas.

El crédito otorgado por las entidades que conforman el sistema financiero constituye aún la mayor fuente de financiamiento en el Paraguay, mientras que el mercado de valores presenta un desarrollo todavía muy incipiente.

La mayoría de los estudios recientes sobre la calidad del sistema financiero nacional coinciden en señalar que las entidades que lo componen demuestran adecuada solvencia y poseen la aptitud suficiente para hacer frente a eventuales *shocks*.

Cabe señalar, que el proceso de arranque del sistema financiero nacional se viene afianzando, por lo que bien puede sostenerse que este es el momento ideal para progresar hacia una legislación moderna y que sirva para consolidar el crecimiento económico que exhibe nuestro país.

Regulación prudencial y supervisión bancaria basada en riesgos

Sin desconocer la robusta imagen que en la actualidad proyecta nuestro sistema financiero, es necesario tener presente que la imprevisibilidad es una de las características principales de las crisis financieras, las que pueden desencadenarse súbitamente, sin hacer distingos entre países desarrollados, emergentes o en vías de desarrollo.

Autoridades gubernamentales, en general, y las regulatorias, en particular, deben ser muy conscientes de esta realidad y, en tal sentido, propiciar la actualización de marcos institucionales, legales y regulatorios modernos, eficientes y adecuados para afrontar la eventual ocurrencia de escenarios financieros adversos. De allí deviene imprescindible revisar y, si fuera necesario, adaptar o modificar la legislación bancaria, adoptando criterios prudenciales dictados por las mejores prácticas y estándares en la materia.

En ese afán, el Banco Central del Paraguay, a partir de la segunda mitad de la década pasada, ha venido realizando esfuerzos continuos y sistemáticos tendientes al afianzamiento de las regulaciones prudenciales y la calidad de la supervisión bancaria, proceso que empezó a consolidarse principalmente a través de la adopción de regulaciones encaminadas a una supervisión basada en riesgos. De esta forma, tanto la regulación como la propia supervisión exhibieron una importante mejoría reflejada en el sostenido y bien ordenado crecimiento del sistema financiero.

Desde el ejercicio 2007, bajo el firme convencimiento de que una supervisión clásica, tradicional, orientada principalmente a la verificación del cumplimiento normativo y contable no contribuía a la mitigación de riesgos y, en consecuencia, a la estabilidad del sistema financiero, previniendo crisis bancarias y la protección de los ahorros del público, se tomó la decisión de impulsar fuertemente la utilización del enfoque basado en riesgos. Es así que, a finales de ese año se iniciaron los trabajos para la confección de los primeros indicadores de alerta, basados en parámetros que incluían Calidad de Activos, Morosidad, Previsiones, Depósitos, Rentabilidad y Patrimonio.

El Proceso de Supervisión fue formalizado, y ello, además de constituirse como un esquema oficialmente aprobado por parte del supervisor que sirviera de guía a todos los involucrados en dicho proceso, dio muestras de la determinación de no dar marcha atrás al camino emprendido.

Por otro lado, la supervisión se preocupó también de dos aspectos fundamentales: uno de ellos es la utilización de herramientas tecnológicas que, de una u otra forma, le permitan fiscalizar el comportamiento de los créditos, y el otro, la elaboración de la *Guía de Inspección*, un instructivo para dotar de mayor eficiencia al supervisor que ahora cuenta con un esquema estándar.

Este paquete de medidas, posibilitó el avance en la implementación de la filosofía de la supervisión focalizada en los riesgos, orientada a evaluar la gestión de los riesgos que asumen las entidades financieras en el desarrollo de sus negocios, considerando el volumen y la complejidad de sus operaciones.

Un hecho especialmente importante ha sido la promulgación de la Ley N.º 3899/2009 De Calificadoras de Riesgo. En un momento sumamente complejo para el sistema –plena crisis financiera mundial–, aun cuando todas las voces se alzaban en contra de las agencias calificadoras de riesgo por su participación y su responsabilidad en el origen de la mencionada crisis, la Superintendencia de Bancos, asumiendo el protagonismo que su rol le impone, propició la modificación del artículo 106 de la Ley N.º 861/96³.

La decisión de migrar al esquema enfocado a riesgos constituyó un gran paso hacia la consolidación de un estilo diferente de administración y supervisión.

Estándares Básicos de Supervisión Bancaria Efectiva (Principios Básicos de Basilea)

Las disposiciones normativas contenidas en las Leyes actuales son marcadamente rígidas y prescriptivas, no dejan mayor margen de acción al Banco Central del Paraguay en aspectos fundamentales de la regulación. Como ejemplo, se pue-

3 Dicho apartado legal obligaba a la institución a publicar un *ranking* de entidades financieras, en abierto conflicto de interés con sus funciones y contrario a lo que todo el resto del mundo aplicaba.

den mencionar los diferentes límites prudenciales taxativamente enumerados, así como las ponderaciones de riesgos y otros criterios que, si bien en puridad varían constantemente, se encuentran constreñidos al *corset* de la letra de la ley.

Debe resaltarse el hecho de que, independientemente de la escasa flexibilidad del actual esquema normativo, el Banco Central del Paraguay ha puesto en práctica una serie de regulaciones de tinte prudencial que actualmente han adquirido suficiente arraigo en el sector supervisado. No obstante, estas regulaciones encuentran importantes limitantes en la actualidad, debido a que existen nuevos estándares y normativas de supervisión bancaria que responden a la realidad global no contemplados en nuestras leyes vigentes. La incorporación de estos estándares, los cuales tienen como eje la supervisión integral basada en riesgos, permitirá una inserción mayor, y más eficiente, a los mercados financieros internacionales, lo cual fomentará la atracción de inversiones y el consiguiente desarrollo económico del país.

Las mejores prácticas de supervisión bancaria son parámetros internacionales que sirven para evaluar la calidad de las prácticas de supervisión de un país. Constituyen una referencia para determinar la calidad de la supervisión e identificar las medidas necesarias para alcanzar niveles óptimos de calidad.

Estos principios básicos se denominan Estándares Básicos de Supervisión Bancaria Efectiva y son dictados por el Comité de Basilea (*Basel Committee on Banking Supervision*), con sede en la ciudad del mismo nombre. El comité, creado en el año 1975 por los países del entonces G-10, estandariza los parámetros de “Supervisión Bancaria Efectiva” a nivel mundial, poniendo a consideración de las autoridades reguladoras una lista de recomendaciones que buscan fortalecer la labor de vigilancia y contribuir a la estabilidad financiera.

Los principios son las normas mínimas de facto para la correcta regulación y supervisión prudencial de bancos y sistemas bancarios. Desde su publicación en 1997 por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, los Principios Básicos sirven a los países como referencia para evaluar la calidad de sus sistemas supervisores e identificar las medidas necesarias para alcanzar niveles de calidad equiparables en las prácticas supervisoras. También son utilizados por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial en su Programa de Evaluación del Sector Financiero (FSAP) para comprobar la eficacia de los sistemas y prácticas de supervisión bancaria en los distintos países⁴.

Estos principios han adquirido gran aceptación y relevancia en los mercados financieros internacionales. Los mayores bloques económicos convergen en aceptarlos como marco referencial.

4 Bank for International Settlements – BIS (2011). Principios Básicos para una supervisión bancaria eficaz, Pág. 1. Diciembre de 2011, de BIS Sitio web: http://www.bis.org/publ/bcbs213_es.pdf

Un mayor grado de cumplimiento con estándares internacionales implica, muchas veces, que un país deba considerar la revisión de sus leyes y normativas. En efecto, una jurisdicción que se muestre reacia a adoptar los estándares internacionales persistiendo con la vigencia de una normativa ajena a la realidad- podría generar ingentes costos reputacionales, lo que se traduciría en una menor consideración de sus pares como una jurisdicción moderna, que favorece la inversión.

Es importante resaltar que los esfuerzos del Banco Central del Paraguay y del órgano regulador han sido destacados en la evaluación FSAP llevada a cabo en nuestro país en el año 2010, conjuntamente por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y por el Banco Mundial (BM).

Al solo efecto ilustrativo, debe reiterarse que el Informe FSAP constituye un reporte estándar de los citados organismos multilaterales y configura un marco referencial reconocido globalmente. En síntesis, las conclusiones contenidas en dicho informe dejan un rastro estadístico valioso que es tenido en consideración al momento de analizar la situación financiera del país evaluado.

Cabe señalar que, así como en el año 2010 se obtuvo una calificación muy auspiciosa en el segundo informe FSAP –lo que denota un significativo mejoramiento cualitativo en el ámbito de supervisión–, la evaluación fue realizada en oportunidad en el que eran considerados Principios, que marcaron las pautas a las que podrían sujetarse los mercados financieros del mundo hasta el año 2011.

Posteriormente, se han agregado nuevos criterios y condiciones más estrictas⁵ que obligan a todo supervisor a contar con las más amplias facultades que le permitan cumplir acabadamente con los estándares internacionales; no solo a los efectos de incrementar el nivel de adecuación a ellos, sino también a fin de mitigar eficazmente los riesgos asumidos por las instituciones financieras, fortaleciendo la estabilidad del sistema.

En efecto, luego de la revisión y actualización llevada a cabo por el Core Principles Group –encargada en el año 2011 por el Comité–, el número de *Principios Básicos* aumentó de 25 a 29 y se introdujeron 36 nuevos criterios de evaluación, 31

5 “Se han introducido mejoras sustanciales en los Principios Básicos a título individual, en concreto en ámbitos que son necesarios para reforzar las prácticas supervisoras y la gestión de riesgos. En consecuencia, algunos criterios que hasta ahora eran adicionales han pasado a ser esenciales y en otros casos se han añadido nuevos criterios de evaluación. Se han consagrado grandes esfuerzos a intentar solucionar muchas de las significativas deficiencias en la gestión del riesgo y otras vulnerabilidades destapadas por la crisis. Asimismo, se han tenido en cuenta diversas tendencias y evoluciones clave observadas en los últimos años de alteración en los mercados: la necesidad de intensificar y aumentar los recursos destinados a los bancos de importancia sistémica; la importancia de añadir una perspectiva macro-sistémica a la supervisión microprudencial de los bancos para ayudar a identificar, analizar y prevenir el riesgo sistémico; así como una mayor atención a la gestión efectiva de las crisis, la recuperación y las medidas de resolución para reducir tanto la probabilidad como el impacto de una quiebra bancaria. El Comité también ha intentado enfatizar estos aspectos insertándolos en la medida de lo posible en Principios Básicos e incluyendo referencias concretas en cada uno de ellos”. BIS (2011). *Principios Básicos para una supervisión bancaria eficaz*. Op. Cit. Págs. 1 y 2.

de los cuales son esenciales y 5 adicionales. Además, 33 de los criterios que hasta entonces eran adicionales pasaron a ser considerados esenciales y se convirtieron así en requisitos mínimos para todos los países⁶.

Entre los principios se pueden citar los que tienen relación con los criterios para la concesión de licencias (principio 5), cambio de titularidad de participaciones significativas (principio 7), técnicas y herramientas de supervisión (principio 10), propiedades correctivas y sancionadoras del supervisor (principio 12), supervisión consolidada (principio 13) y gobierno corporativo (principio 14).

Especial énfasis se otorga al principio 15, relativo al proceso de gestión del riesgo, mediante el cual el supervisor verifica que los bancos cuenten con un proceso integral de gestión del riesgo (que incluya una eficaz vigilancia por parte del Consejo y la alta dirección) para identificar, cuantificar, evaluar, vigilar, informar y controlar o mitigar todos los riesgos significativos en el momento oportuno y para evaluar la suficiencia de su capital y liquidez en relación con su perfil de riesgo y la situación macroeconómica y de los mercados. Esto se extiende al desarrollo y la revisión de planes de recuperación robustos y creíbles, que tengan en cuenta las circunstancias específicas del banco. El proceso de gestión del riesgo debe estar en consonancia con el perfil de riesgo y la importancia sistémica de la entidad.

Asimismo, se destaca por su relevancia el principio 16, sobre suficiencia de capital, que establece que el supervisor debe exigir a los bancos requerimientos prudentes y adecuados de capital, que reflejen los riesgos asumidos, y afrontados, por un banco en el contexto de la situación macroeconómica y de los mercados donde opera. Conforme a este principio, el supervisor debe definir los componentes del capital, teniendo en cuenta su capacidad para absorber pérdidas.

En cuanto al principio 17, relativo a riesgo de crédito, se señala que: “El supervisor verifica que los bancos disponen de un adecuado proceso de gestión del riesgo de crédito que tiene en cuenta su apetito por el riesgo, su perfil de riesgo y la situación macroeconómica y de los mercados. Esto incluye políticas y procesos prudentes para identificar, cuantificar, evaluar, vigilar, informar y controlar o mitigar el riesgo de crédito (incluido el riesgo de crédito de contraparte) en el momento oportuno. El ciclo de vida completo del crédito deberá quedar contemplado, incluida la concesión del crédito, la evaluación del crédito y la gestión continua de las carteras de préstamos e inversiones”.

El principio 19 se refiere a la concentración de riesgos y límites de exposición a grandes riesgos, estableciendo que: “El supervisor verifica que los bancos cuentan con políticas y procesos adecuados para identificar, cuantificar, evaluar, vigilar, informar y controlar o mitigar concentraciones de riesgo en el momento oportuno. Los supervisores establecen límites prudenciales que acotan las posiciones del banco frente a una misma contraparte o grupos de contrapartes conectadas”.

6 BIS (2011). *Principios Básicos para una supervisión bancaria eficaz*. Op. Cit. Pág. 3.

Igualmente, es de especial importancia el principio 20, sobre transacciones con partes vinculadas. Dicho principio expresa que: “A fin de evitar abusos en las transacciones con partes vinculadas y reducir el riesgo de un conflicto de intereses, el supervisor exige a los bancos realizar con total imparcialidad cualquier transacción con partes vinculadas; vigilar estas transacciones; adoptar medidas adecuadas para controlar o mitigar los riesgos; y reconocer contablemente las pérdidas en las exposiciones frente a partes vinculadas con arreglo a las políticas y procesos habituales”.

Asimismo, cabe destacar el principio 22, referente al riesgo de mercado, establece que: “El supervisor verifica que los bancos cuentan con un adecuado proceso de gestión del riesgo de mercado que tiene en cuenta su apetito por el riesgo, su perfil de riesgo, la situación macroeconómica y de los mercados y el riesgo de un deterioro sustancial de la liquidez de mercado. Esto incluye políticas y procesos prudentes para identificar, cuantificar, evaluar, vigilar, informar y controlar o mitigar los riesgos de mercado en el momento oportuno”.

Finalmente, el principio 24, sobre el riesgo de liquidez, expresa que: “El supervisor exige a los bancos unos requerimientos de liquidez prudentes y adecuados (de tipo cuantitativo, cualitativo o de ambos tipos) que reflejen las necesidades de liquidez del banco. El supervisor verifica que los bancos disponen de una estrategia que les permite la gestión prudente del riesgo de liquidez y el cumplimiento de los requerimientos de liquidez. La estrategia tiene en cuenta el perfil de riesgo del banco, así como la situación macroeconómica y de los mercados, e incluye políticas y procesos prudentes, acordes con el apetito por el riesgo de la entidad, para identificar, cuantificar, evaluar, vigilar, informar y controlar o mitigar el riesgo de liquidez a lo largo de un conjunto relevante de horizontes temporales”.

Si bien no es fácil determinar con exactitud dónde nos encontramos en la actualidad en cuanto al cumplimiento de los Principios Básicos de Basilea, una autoevaluación realizada por el Banco Central del Paraguay deja margen para entrever que los avances realizados en materia de regulaciones desde el 2010 a la actualidad nos posicionarían aproximadamente en un 74% de cumplimiento con los estándares internacionales de supervisión bancaria, lo cual, de por sí, es muy auspicioso.

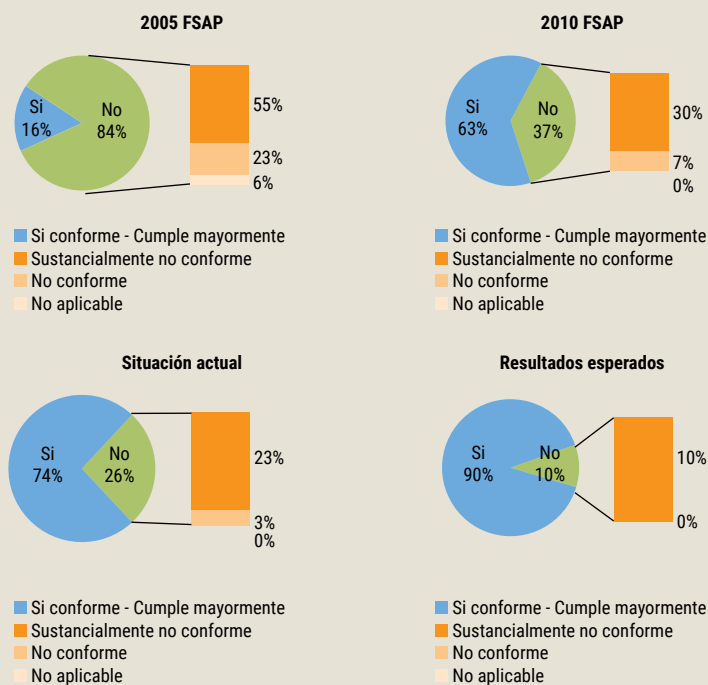
La interrogante que surge entonces es: ¿Estamos dispuestos a aceptar el desafío de incrementar aún más el grado de cumplimiento y terminar de consolidar la favorable imagen que venimos proyectando a nivel regional?

La respuesta a dicha pregunta lleva a referirnos, con cierto detalle, a las metas proyectadas para culminar el afianzamiento del despegue del sistema financiero paraguayo.

Para el logro de tal afianzamiento, necesariamente deben ser adoptados cambios normativos, a través de la reformulación y modificación de las leyes bancarias

actuales, de manera a flexibilizar la supervisión y permitir una mayor participación del Banco Central del Paraguay en la adopción de las políticas tendientes al cumplimiento de sus funciones legales. De las estimaciones realizadas por los técnicos del Banco Central del Paraguay, surge que, de concretarse dichas modificaciones, el Paraguay podría escalar incluso a un grado de cumplimiento de los Principios Básicos de Supervisión Bancaria del 90% (VER GRÁFICO 5), lo cual proyectaría una clara señal a los mercados financieros internacionales de que el Paraguay es un país serio, donde es posible la inversión, gracias a la solidez de su sistema financiero basada en las mejores prácticas internacionales.

Gráfico 5
Resultados del FSAP 2005 y 2010 y Autoevaluación



Fuente: Fondo Monetario Internacional y Banco Central del Paraguay.

Las modificaciones legislativas serán determinantes para concretar el denominado *Enfoque Basado en Riesgos* en materia de supervisión, afianzando disposiciones relativas al buen gobierno corporativo, a los requerimientos de solvencia acordes a los niveles de riesgo y al incremento del grado de transparencia. Todo esto sin descuidar los derechos del usuario financiero.

Aprovechar los buenos tiempos: Escenario macroeconómico

El escenario económico actual es propicio para la concreción de las modificaciones proyectadas. En efecto, el sentido común dicta que todo cambio debería realizarse en los momentos menos traumáticos; qué mejor momento que éste para intentar las modificaciones legales, cuando la economía paraguaya se encuentra en condiciones favorables y predecibles, con un crecimiento económico importante, como muy pocos en la región, con una inflación controlada, con reservas internacionales incrementándose (y un ratio PIB – endeudamiento mínimo) y, sobre todo, con un sistema financiero que se ha desarrollado a pasos agigantados en los últimos años, que lo ha llevado a convertirse en un mercado cada vez más competitivo y desarrollado.

Básicamente, lo que se precisa es la migración hacia un sistema que permita establecer principios y requisitos generales en la ley, posibilitando al Banco Central del Paraguay determinar parámetros y coeficientes específicos, basados en la dinámica evolución del segmento de entidades financieras. De este modo, la institución podrá acompañar la constante innovación de los productos y servicios financieros que continuamente se desarrollan en el mercado, estableciendo los mejores criterios para una supervisión efectiva encaminada al constante fortalecimiento de la industria financiera.

A lo largo de su historia, el Banco Central del Paraguay ha logrado posicionarse como una de las instituciones más creíbles y mejor conceptuadas de la República del Paraguay. Esto, indudablemente, debido al trabajo profesional de las personas, quienes sostenidamente han honrado a la institución, destacándose por su alto grado técnico y profesional, y por preservar la autonomía institucional.

Todo esto ha resultado en la adopción de políticas públicas que han demostrado ser eficaces, tanto en cuanto al control de la inflación, la cual se caracteriza por ser una de las más bajas de la región, además de estable y predecible, así como al incremento sostenido de las reservas internacionales.

De lo hasta aquí expuesto, las actuales condiciones que brindan una oportunidad única para la modificación de las Leyes N° 489/95 y 861/96 pueden resumirse en: inflación controlada, tipo de cambio predecible, disciplina fiscal y reservas internacionales en aumento, manteniéndose el saldo superavitario de la balanza comercial.

Consolidar un sistema financiero íntegro, solvente y estable

Las entidades financieras habitualmente realizan intermediación, lo que implica la captación de depósitos del público, su posterior colocación y restitución de los importes captados, a los efectos de prestar a terceros. La intermediación financiera cumple un rol social vital que consiste en canalizar recursos dinerarios hacia los sectores que lo demandan.

La intermediación financiera guarda estrecha relación con una de las funciones principales conferidas constitucionalmente al Banco Central del Paraguay: la preservación de la estabilidad del sistema financiero⁷ y la protección del ciudadano,⁸ lo que otorga a esta industria financiera un marcado carácter de interés público. A su vez, la naturaleza de estas actividades y el interés público en juego hacen que impere la necesidad de regular los productos y servicios ofrecidos por las entidades financieras, a cuyo efecto se han ido emitiendo regulaciones que establecen reglas claras y protectoras de los derechos del usuario bancario, en línea con las disposiciones legales relativas a la protección y defensa del consumidor y del usuario.

Es también esencial incrementar los niveles de transparencia informativa, a fin de que puedan ser arbitrados los medios necesarios para que el cliente común sea informado sobre los detalles inherentes del producto que pretenda utilizar. Por ejemplo, la información debería incluir claramente la especificación y los montos relativos a intereses, comisiones y cargos a ser percibidos por la entidad financiera; todo esto a fin de que el usuario cuente con las mejores herramientas para adoptar decisiones financieras más apropiadas a sus intereses.

Si bien la regulación del sistema financiero es fundamental en todo sistema regulatorio, se considera que la función del regulador sería inocua si no viniera acompañada de una supervisión eficiente y efectiva,⁹ pues, en tal caso, no serían cumplidos los objetivos de la regulación, con las serias consecuencias que ello podría conllevar para el mercado financiero.

En efecto, el fortalecimiento y la consolidación de un sistema financiero íntegro, estable y solvente se logrará a través de la 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 (Buen Gobierno Corporativo), y la reducción de los riesgos a nivel integral.

La implementación y consolidación definitiva del enfoque mencionado es vital para todo supervisor, ya que permite gestionar los recursos con que cuenta de una manera más efectiva al focalizar sus esfuerzos de supervisión en aquellas materias y entidades que representan mayor riesgo para el sistema financiero en su conjunto.

7 Pilares para la consolidación - Estabilidad Financiera: velar por la estabilidad como un bien público, preservar una adecuada solvencia, adoptar medidas preventivas y graduales. Banco Central del Paraguay (2015) *Hacia una nueva legislación financiera en Paraguay*, Diapositiva 11. Marzo – 2015, Presentación realizada por el Presidente del Banco Central del Paraguay a la Cámara de Senadores en ocasión de la Audiencia Pública en fecha 24 de abril de 2015.

8 Pilares para la consolidación - Protección al ciudadano: salvaguardar el ahorro de los paraguayos, garantizar la transparencia informativa, proveer información a entidades exceptuadas del secreto bancario. Banco Central del Paraguay (2015) *Hacia una nueva legislación financiera en Paraguay*. Op. Cit.

9 Pilares para la consolidación - Supervisión: supervisar eficaz y preventivamente la gestión de las entidades, ejercer un mayor control en la buena administración, reducir los riesgos. Banco Central del Paraguay (2015) *Hacia una nueva legislación financiera en Paraguay*. Op. Cit.

En efecto, la supervisión basada en riesgos constituye un esquema más flexible que busca anticiparse de forma oportuna a potenciales eventos de riesgo. De esta forma se detectan anticipadamente las vulnerabilidades y la institución financiera interioriza la real exposición a los riesgos, permitiendo reencauzar los esfuerzos del supervisor, utilizando así de manera más eficiente los recursos humanos.¹⁰

Los beneficios y fortalezas de las modificaciones legales propuestas

Como ya fuera mencionado, lo que se busca es flexibilizar ciertos aspectos de la actual legislación bancaria. En efecto, el sistema vigente dificulta la capacidad de acción del órgano regulador –y supervisor– para una regulación más prudencial. Esto ocasiona que la capacidad para adoptar decisiones oportunas, basadas en un enfoque de riesgos, quede restringida. Las modificaciones legislativas proyectadas, clara y consiguientemente, están en el interés del sistema financiero nacional.

Para lograr la mencionada flexibilización, se requiere de mayores facultades para establecer requerimientos mínimos de capital y otras exigencias prudenciales que ayudarán a consolidar el modelo de supervisión basada en riesgos.

Asimismo, las modificaciones legislativas propuestas incorporan conceptos sumamente necesarios, pero que hasta la fecha se encuentran ausentes en la legislación, tales como la denominada *Supervisión en Base Consolidada*, referida a la posibilidad de que las entidades financieras nacionales pretendan migrar hacia otras plazas (banca transfronteriza). Ello, lejos de constituir una probabilidad en el mediano o corto plazo, ya es una realidad en nuestros días.

Otra innovación significativa consiste en la incorporación de los criterios que definen una *Entidad de Importancia Sistémica*, lo que –a su vez– traerá aparejada una serie de requerimientos y un análisis especial sobre la naturaleza e incidencia de las mismas en el mercado financiero nacional.

Desde el punto de vista de los objetivos fundamentales de la Banca Matriz, otra propuesta particularmente importante es la incorporación de la promoción de la *Integridad*¹¹ del sistema financiero, no solo de su estabilidad. Ello permitirá

10 La Superintendencia de Bancos inició este proceso a través de la adopción de indicadores de alerta temprana y stress tests para las entidades del sistema, implementado un sistema de cuadrantes que utiliza elementos para clasificar a las instituciones dependiendo de su nivel de riesgo.

11 Opinión de la Directora Gerente del Fondo Monetario Internacional: "...debemos centrar nuestra atención en la cultura de las instituciones financieras y en el comportamiento individual que subsiste por debajo de esta cultura. Los incentivos deben ser acordes a la conducta esperada y deben ser transparentes... ¿Por qué es esto tan importante? Porque el comportamiento del sector financiero no ha cambiado fundamentalmente en varias dimensiones desde la crisis. Si bien se observan algunos cambios

al Banco Central del Paraguay garantizar mayores niveles de transparencia y de conductas sanas de mercado, con miras a proteger al consumidor financiero.

El hecho de incluir el concepto de *Integridad* como un objetivo de la nueva legislación expandirá visiblemente las facultades del Banco Central del Paraguay. Esto facilitará establecer lineamientos que busquen minimizar el riesgo de que el sector financiero sea utilizado como vehículo para legitimar capitales de origen ilícito o para financiar el terrorismo, coadyuvando así a la preservación del orden público, de la seguridad nacional, de la economía y de la sociedad paraguaya.

Igualmente, con las modificaciones propuestas, se pretende brindar al marco legal un régimen sancionatorio más proporcional, más acorde a la gravedad de las eventuales conductas que transgreden las disposiciones legales y normativas. Esto, sin dudas, generará los incentivos adecuados para reprimir efectivamente la proliferación de incumplimientos por parte de los sujetos obligados. A la vez, ofrecerá garantías de defensa para el administrado, en un marco con reglas claras y transparentes para todos los participantes.

Un tópico fundamental que se pretende reformular con la modificación legal es el concerniente a las facultades del Banco Central del Paraguay en el momento de otorgar licencias a entidades que soliciten operar en el sistema financiero nacional. En ese sentido, la nueva legislación propuesta incorpora un esquema bastante más exigente para la consideración de las solicitudes de manera a asegurar que el sector esté conformado por empresas que mantengan en todo momento una gestión prudente y transparente.

Estas condiciones más rigurosas no se centrarán solamente en la idoneidad del proyecto financiero propiamente dicho, sino que conjugarán además otras cuestiones vitales como la debida diligencia sobre el origen de los fondos a ser aportados por los accionistas, directores y administradores, así como el escrutinio sobre su capacidad de solvencia para capitalizar la entidad en tiempos futuros, de tornarse necesario.

de conducta, no tienen la profundidad y amplitud suficientes. En este sector sigue prevaleciendo la rentabilidad a corto plazo por encima de la prudencia a largo plazo, las primas de hoy por encima de las relaciones en el futuro. Algunas grandes empresas se han visto incluso envueltas en escándalos que infringen las normas éticas más básicas: manipulación de la tasa LIBOR y de los tipos de cambio, lavado de dinero, embargos hipotecarios ilegales. Para recuperar la confianza, **necesitamos un cambio hacia una mayor integridad y rendición de cuentas**. Necesitamos una **dimensión ética más sólida y sistemática**...Desde esta perspectiva, podemos **identificar el verdadero propósito de las finanzas**. Su objetivo es hacer un uso productivo de los recursos, transformar los vencimientos, contribuyendo así al bien de la estabilidad económica y el pleno empleo, y en definitiva, al bienestar de las personas. Dicho en otras palabras, enriquecer a la sociedad...En definitiva, debemos desarrollar una mayor conciencia social que penetre en el mundo financiero y cambie para siempre la manera en que este sector lleva a cabo sus actividades...considero que el vínculo está claro: **el comportamiento ético es una dimensión importante de la estabilidad financiera**...". Christine Lagarde. (2014). *Inclusión económica e integridad financiera*. Mayo de 2014, de Fondo Monetario Internacional. Sitio web: <https://www.imf.org/external/spanish/np/speeches/2014/052714s.htm>.

Sin duda alguna, otro elemento innovador de importancia constituye la incorporación de una norma que capacitará a la Banca Central a recomendar la remoción de directores y administradores que se aparten de las sanas prácticas de gobierno corporativo y de gestión financiera, sin perjuicio del derecho a la defensa de los mismos. De esta forma se logrará una mejor protección de los intereses de los ahorristas.

Las modificaciones legales más relevantes pueden ser resumidas en el siguiente cuadro:

Ley N° 489/95 Orgánica del Banco Central del Paraguay	
Deber del Secreto: Nuevas excepciones	<ul style="list-style-type: none"> • Del deber del secreto (informaciones de terceros que obran en poder del BCP) se exceptúa a la Fiscalía General del Estado y los agentes fiscales que conforman el Ministerio Público, con el requisito ineludible de que la información se solicite en el marco de una investigación puntual. • Asimismo, se exceptúa a las Cámaras del Congreso, en virtud de resolución fundada en el interés público, así como a las Comisiones de Investigación, conforme a lo establecido en los artículos 192° y 195° de la Constitución Nacional.
Directorio: Atribuciones complementarias	<ul style="list-style-type: none"> • Reglamentar y determinar parámetros de prudencia, como ser la gestión integral de riesgos, la fiscalización, la dirección y otros aspectos de gestión y condiciones de buen gobierno corporativo. • Conceder y revocar licencias; regular, supervisar y sancionar a las entidades remesadoras de fondos, operadoras de medios de pago electrónico, así como a otras entidades que actúen con recursos financieros propios que no realicen intermediación financiera, atendiendo a la importancia o el volumen de sus operaciones o su incidencia en la política monetaria, crediticia o cambiaria.
Nuevas funciones del órgano supervisor	<ul style="list-style-type: none"> • Velar no solo por la estabilidad, sino por la Integridad del sistema. • Autorizar, a través de la Superintendencia de Bancos, las transferencias del capital accionario, de conformidad al criterio y a los límites a ser establecidos reglamentariamente. • Ejercer el control consolidado de las entidades supervisadas, teniendo en cuenta su operativa en el país y en el exterior, lo que aborda el tema de banca transfronteriza y la eventual incursión de entidades paraguayas en la banca extranjera.
Medidas correctivas a entidades supervisadas	<ul style="list-style-type: none"> • Ordenar a las entidades supervisadas la constitución de provisiones sobre cualquiera de sus activos, en el momento que lo considere necesario y en el plazo que lo determine. • El BCP podrá disponer la suspensión provisional de determinadas operaciones o de una o varias personas que ostenten cargos de dirección, administración y fiscalización de una entidad supervisada, cuando existan indicios o situaciones que pudiesen ameritar 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 20 días hábiles.

Otros	<p>Se establece la obligatoriedad de proveer información al Banco Central del Paraguay, a los fines estadísticos:</p> <ul style="list-style-type: none"> Las instituciones públicas, bancos, financieras, cooperativas, mutuales, previsionales y otras entidades del sector financiero, así como las demás personas físicas y jurídicas del sector público y privado, proporcionarán al Banco Central del Paraguay, con carácter obligatorio, los datos e informaciones que éste solicite para el cumplimiento de la función establecida en el presente artículo, para lo cual el BCP mantendrá la confidencialidad de los datos. <p>Se establecen determinados parámetros para el manejo de las reservas...</p> <ul style="list-style-type: none"> Las reservas monetarias se invertirán atendiendo los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad.
-------	--

Ley N° 861/96 General del Bancos, Financieras y Otras Entidades de Crédito

Barreras de entrada al sistema financiero: licencias	<ul style="list-style-type: none"> Dotar al BCP de la facultad para rechazar solicitudes con fundamentos claros y en función de determinados parámetros objetivos, evaluando especialmente la capacidad económica de los accionistas, el origen de sus fondos, las eventuales empresas vinculadas o el grupo económico al que pertenecen.
Facultad de establecer límites reglamentariamente	<ul style="list-style-type: none"> En la ley vigente se encuentra detallada puntualmente la composición del Patrimonio Efectivo, así como los límites prudenciales. La modificación pretende establecer principios generales y dejar al BCP la potestad de determinar reglamentariamente.
Patrimonio Efectivo y límites prudenciales	
Establecimiento de ponderación de activos	<ul style="list-style-type: none"> Se pretende dar un carácter menos reglamentario en cuanto a la ponderación de activos, quedando dentro de las facultades del Directorio del BCP el establecimiento de estas definiciones, conforme a las prácticas cambiantes del mercado financiero.
Determinantes del capital regulatorio: perfil de riesgo	<ul style="list-style-type: none"> El BCP determinará la forma de cálculo del capital regulatorio y estará facultado a establecer exigencias adicionales de capital. Podrá ajustar el capital regulatorio conforme al perfil de riesgo de cada entidad. Todo se realizará conforme una "Matriz Integral de Riesgos" que será elaborada por la Superintendencia de Bancos y discutida y consensuada con las entidades financieras
Definición de bancos sistémicos	<ul style="list-style-type: none"> Se incorpora una definición de <i>Bancos Sistémicos</i> a efectos de que en el futuro puedan adoptarse medidas que fortalezcan este tipo de instituciones.

En resumen, las modificaciones legales, mediante las que se adoptarán las mejores prácticas de supervisión, conllevan los siguientes beneficios: supervisión bancaria acorde a estándares internacionales, fortalecimiento de la estabilidad del sistema financiero, mejoramiento de la calificación del riesgo país y mercado más atractivo para inversiones locales y extranjeros. Estas modificaciones sientan las bases para un crecimiento económico sostenido y equitativo.

Conclusión

La política de regulación prudencial de riesgos, desarrollada reglamentariamente por el Banco Central del Paraguay en años anteriores, encuentra en la actual legislación bancaria obstáculos que le dificulta una mejor concreción de la misma. Esto se debe a que las disposiciones normativas vigentes ya no responden a la realidad actual. Es imperativo, pues, una mayor flexibilización de la norma a través de las modificaciones proyectadas.

El éxito que hoy toca vivir al sector económico, en general, y financiero, en particular, a pesar de los inconvenientes regionales, se debe en gran medida a la adopción de políticas coherentes, mediante el control de la inflación, y a la estabilidad del sistema financiero supervisado por la Superintendencia de Bancos.

A efectos de seguir impulsando dicho desarrollo, e incorporarnos al ruedo internacional, son necesarias normativas más modernas que respondan a las mejores prácticas internacionales. El notable crecimiento que en los últimos años ha experimentado el sector financiero ha repercutido favorablemente en el desarrollo de la economía paraguaya. El éxito de las entidades financieras ha contribuido indudablemente a la consolidación del Paraguay como plaza financiera, atrayendo inversiones y mostrándose como un polo de atracción seguro, predecible y, sobre todo, rentable. Pero falta ir más allá, las modificaciones propuestas pretenden ajustar la legislación bancaria a la nueva realidad.

Las modificaciones legislativas proyectadas fortalecerán al sistema financiero paraguayo –con los consecuentes beneficios–; de allí que debería ser acompañada por todos los sectores interesados, los cuales se beneficiarán con los cambios.

Una vez concretada esta iniciativa legislativa, el Banco Central del Paraguay y las instituciones que integran el mercado financiero tendrán a su disposición mayores herramientas para la protección del sistema financiero, y reglas de juego más claras. Todo esto contribuirá a afianzar la solidez y el prestigio que fue adquiriendo el sector financiero nacional. A su vez, constituirá un claro ejemplo de que nuestro país se encuentra a la par de las economías más serias de la región y que es consciente de que una economía más sostenible e inclusiva, beneficia al bien común.



¿A dónde se dirige el sistema financiero paraguayo?

José Insfrán Pelozo

Introducción

Los bancos cumplen un rol fundamental en el sistema financiero paraguayo, pues son los principales proveedores de servicios de intermediación. Son, también, la fuente natural de financiamiento externo para las empresas privadas y para gran parte de la población. Por lo tanto, los cambios en el sector bancario determinan los cambios en el sistema financiero en su conjunto.

El sistema financiero paraguayo, durante la década de los noventa, experimentó una gran crisis bancaria, con graves repercusiones en la economía y en la sociedad. La mayoría de los economistas coincide en que la crisis fue ocasionada por el fuerte y desordenado proceso de liberalización y apertura de la economía paraguaya, posterior a la caída, en febrero de 1989, del régimen autoritario de Alfredo Stroessner.

Adicionalmente, los avances tecnológicos en comunicaciones facilitaron el proceso de ingreso de flujos de capitales hacia el país. Todos estos factores generaron un fuerte crecimiento de los depósitos, de los préstamos bancarios y de las entidades intermediarias, pero dificultaron el manejo monetario y cambiario y, sobre todo, hicieron que el sistema fuese más vulnerable a crisis de importancia.

La crisis que se extendió durante el periodo de 1995 a 2003 (lapso en el que fueron intervenidas y liquidadas numerosas entidades bancarias y financieras), tuvo repercusiones negativas duraderas. Los costos de la crisis fueron altísimos: según las estimaciones de profesionales y organismos internacionales, se ubican en el rango del 7% al 12% del PIB.

Esta situación produjo cambios en el comportamiento de los agentes financieros, en el de los reguladores, en la propia legislación vigente y en el público en general. Como resultado, se redujo la cantidad de intermediarios financieros y el mismo sector financiero se contrajo. La regulación fue modificada buscando el fortalecimiento del sistema financiero y del marco de la política monetaria y financiera.

Entre los intermediarios no bancarios, por otro lado, los resultados fueron mixtos: el mercado de capitales no se desarrolló, pero las cooperativas de ahorro y crédito crecieron en gran medida impulsadas, en cierta manera, por el arbitraje regulatorio respecto a los bancos y por la credibilidad que las mismas cooperativas lograron transmitir a los ciudadanos debido a los buenos resultados obtenidos pese a la grave crisis financiera que afectó a toda la economía.

En la última década, y habiendo superado diferentes crisis y problemas regionales, la economía paraguaya tuvo, en términos de crecimiento, un muy buen desempeño, creciendo en los últimos 10 años en promedio al 5% anual. Esto se dio

en un marco de estabilidad macroeconómica con baja inflación y mejoramiento consistente de las condiciones fiscales.

De igual manera, el sistema financiero paraguayo tuvo una evolución sin precedentes, así como una modernización de sus procesos administrativos, mejoramiento de sus niveles de solvencia, rentabilidad y del manejo de los riesgos financieros, más allá del riesgo crediticio. Igualmente, los niveles de morosidad disminuyeron consistentemente, los plazos de los préstamos y los depósitos fueron extendiéndose gradualmente.

El crecimiento de activos y pasivos del sector bancario estuvo acompañado de una mayor cobertura geográfica, con incremento de la capilaridad, pasando de 264 agencias y sucursales de bancos y financieras en 2002 a 408 en 2009 y a 651 en agosto de 2015. Sin embargo, aún hay margen para el crecimiento, debido a que en la actualidad el 30% (o 69 de 224) distritos del país con más de dos mil habitantes no tiene ninguna presencia de bancos, ya sea a través de sucursales, agentes bancarios o cajeros automáticos.¹

Otra característica resaltante, posterior a la crisis, fue el continuo crecimiento en el acceso a internet² y a los teléfonos móviles que permitió el desarrollo de la banca vía internet y la banca a través de teléfonos celulares.³ Los bancos paraguayos han entrado a la era de la banca telefónica, banca *web*, sistemas de pagos electrónicos y banca con telefonía móvil, y las perspectivas son de que estos dispositivos de provisión de servicios financieros serán utilizados cada vez más.

Un elemento importante fue la adopción del Sistema de Pagos del Paraguay (SIPAP), que permite transferencias electrónicas en tiempo real entre los agentes económicos. La bancarización ha avanzado en todas las áreas del país. Sin dudas, aún hay mucho trabajo que hacer, pero se está marchando en la dirección correcta.

Aunque son notorias las mejoras que se han dado en el fortalecimiento del sector en materia de solvencia, manejo de riesgos, innovación tecnológica e inclusión financiera, el sistema actual sigue siendo perfectible. Por ejemplo, se requieren algunos cambios normativos para actualizar las definiciones legales y los estándares de adecuación del capital a estándares internacionales. La red de seguridad establecida por el Banco Central también puede mejorar. La capilaridad y la cobertura de los bancos deben llegar a todos los distritos y municipios del país. El proceso de bancarización de los estratos más carenciados debe ser una prioridad y el gobierno corporativo, debe ser fortalecido. Asimismo, se debe mejorar el área de Protección al Usuario de los Servicios Financieros.

1 Estrategia Nacional de Inclusión Financiera 2014-2018.

2 Según <http://www.exitoeportador.com/stats2.htm>, en 2010, el 16% de la población tenía acceso a internet y en junio de 2015, el 43%, lo cual demuestra su gran crecimiento y su potencial para la banca.

3 La penetración de los teléfonos celulares es de 108,6%, según estimaciones de BuddeComm para el 2015.

Sin embargo, y a pesar de ser perfectible, el sistema bancario paraguayo actual (así como la economía, que ha logrado una estabilidad macroeconómica) se encuentra en mejores condiciones de afrontar situaciones de estrés y los desafíos del mundo actual. Todo esto fue demostrado en la reciente crisis financiera internacional de 2008, que tuvo mínimas incidencias en los bancos nacionales como puede verse en términos de créditos y depósitos del sistema bancario, los cuales continuaron creciendo aunque a menor tasa.

El papel de los sistemas financieros y de los bancos comerciales

El rol de los sistemas financieros en la economía consiste en facilitar la transferencia de los recursos de los ahorristas a los inversores. Cuando la asignación de recursos se realiza en forma efectiva, el crecimiento aumenta al máximo. Este papel puede describirse por la función de la intermediación financiera, transfiriendo el ahorro de los agentes con excedentes a los inversores públicos y privados; y por la función monetaria, proporcionando una unidad de cuenta estable, reserva de valor, y medios de pago. Adicionalmente, se proporciona seguro a los ahorristas y prestamistas adversos al riesgo. En una perspectiva de economía abierta, el sistema financiero ayuda a los prestamistas domésticos y a los prestatarios a competir eficazmente en los mercados de capitales internacionales (Gertler y Rose, 1996).

En otras palabras, el rol de los mercados financieros en la economía se sintetiza en los siguientes puntos: agrupación de capital, selección de proyectos, dando vida y fuerza a contratos, y transformando y transfiriendo los riesgos. Por consiguiente, estos mercados tratan con la transferencia geográfica e intertemporal de los recursos y con el gerenciamiento de información y riesgo (Insfrán, 1998).

Es importante considerar que los mercados financieros son diferentes a los mercados de manzana, azúcar, pesca, etc. Lo que los hace especiales es que estos involucran la entrega en el futuro, y el futuro siempre es incierto. Además, grandes perturbaciones o interferencias con estos mercados pueden producir externalidades negativas para el resto de la economía.

En el centro de los sistemas financieros se encuentran los bancos comerciales, los cuales realizan gran parte de las funciones de los sistemas financieros. Así, el propósito central de la actividad de los bancos comerciales –es decir, la banca para clientes minoristas, pequeñas y medianas empresas y otros clientes corporativos– es hacer los pagos, recibir depósitos y garantizar el flujo de crédito a la economía, junto con un sólido y prudente asesoramiento a sus clientes. Se recibe el dinero en forma de depósitos con vencimientos diversos y se los transforma en préstamos prudentes que se adaptan a las diferentes necesidades de los clientes.

El sistema financiero paraguayo en la década de los noventa

El proceso de liberalización permitió una mayor competencia y participación del sector privado en el componente productivo, un mercado libre de divisas, menor intervención estatal, liberalización de precios controlados (tipo de cambio y tasas de interés) y apertura de la economía a los flujos de capitales externos a corto plazo, que se reflejó en el fuerte crecimiento del sector bancario, especialmente desde 1990 hasta el 2000, tal como se puede apreciar en la siguiente tabla.

Tabla 1
Características del sistema bancario paraguayo
Millones de U\$D

	1990	1995	2000	2005	2009	2015
I. Depósitos y préstamos						
Depósitos	659	2.545	2.391	2.310	5.296	13.405
Préstamos al Sector Privado	630	2.044	2.102	1.574	4.219	12.752
II. Activos y pasivos						
Activo	899	3.531	3.273	2.854	6.741	19.256
Pasivo	782	2.780	2.574	2.087	6.668	17.265
Capital	221	428	386	259	595	1.990
III. Número de bancos y empleados						
N.º de instituciones	26	32	22	13	15	17
Total de empleados	3.681	4.127	3.433	2.839	5.480	10.776
Total de sucursales	177	225	180	137	277	533
IV. Solvencia, eficiencia y tamaño del sistema						
Capital/Activos	25%	12%	12%	9%	9%	10%
Activos/Empleados	0	1	1	1,01	1,23	1,79
Activos/N.º de bancos	35	110	149	220	449	1.133
Depósitos/Bancos	25	80	109	178	353	789
Depósitos/Sucursales	4	11	13	16,9	19,1	25,1
Depósitos/Empleados	0,2	0,6	0,7	0,8	1,0	1,2
Población/N.º de bancos	163	150	243	454	423	412
Préstamos vencidos/Total de préstamos	s/d	6,8%	16,2%	6,5%	1,6%	2,7%
Costos administrativos/Total activos	0	0	5,6%	5%	3,7%	2,2%
V. Datos macroeconómicos						
PIB (mill de USD corrientes) 2014	4.961	8.063	7.086	7.473	14.625	30.038
Tipo de cambio (Gs./1 USD). Ago 2015	1.220	1.964	3.491	6.178	4.967	5.246
Inflación anual 2014	37,3%	13%	8,4%	9,7%	1,9%	4,2%
Población (miles) 2014	4.228	4.799	5.346	5.899	6.341	7.003

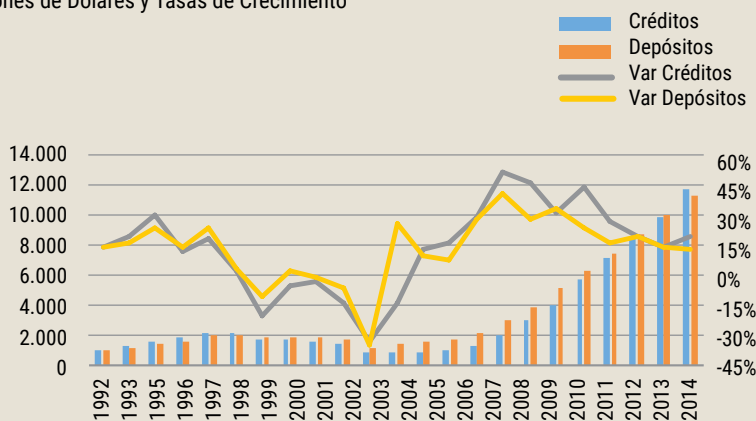
Fuentes: Banco Central del Paraguay y Dirección General de Estadística, Encuestas y Censos.

El primer efecto importante de la crisis financiera fue el achicamiento del sector en el periodo 1995 a 2005, tanto por efecto de la disminución de las entidades a causa de las intervenciones, como por los retiros de depósitos del público en general ante la desconfianza respecto a la solidez del banco.

De manera más específica, podemos ver en los créditos y depósitos tasas de crecimiento importantes hasta 1997 y caídas hasta el 2003. Recién a partir del 2004 empezó el proceso de crecimiento del sector financiero y en el 2007 se alcanzaron los niveles pre-crisis.

Gráfico 1

Depósitos y créditos
Millones de Dólares y Tasas de Crecimiento



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Igualmente, el número de entidades financieras que operaban en el país creció de manera muy fuerte, para luego desaparecer a consecuencia de la crisis financiera. De acuerdo con datos de la Superintendencia de Bancos, en enero de 1988 existían en el país 54 bancos y financieras y en enero de 1995, los bancos y financieras eran 97. A agosto de 2015, existen 29 bancos y financieras.

Durante la crisis financiera iniciada en 1995, fueron intervenidas por el BCP más del 50% de las entidades supervisadas. Esta crisis generó inestabilidades, intervenciones de entidades, liquidación de prácticamente todas las intervenidas, caída de la intermediación, *credit crunch*, fusiones, absorciones, etc. A manera de muestra, en diciembre de 2004, cuando empezaron a regularizarse las condiciones del sistema financiero y de la economía paraguaya en general, el número de entidades intermediarias, quedaba solamente en 27 bancos y financieras (una reducción del 72%).

Sin embargo, esto no implicó que el sector hubiera desatendido áreas o sectores del país, ya que la capilaridad del sistema ha tenido un salto sin precedentes. El número de sucursales y agencias en todo el país, que en 1995 era de 225, ahora es de 533. Igualmente, se han incorporado numerosos corresponsales no bancarios.

Otra consideración importante para medir la magnitud de las perturbaciones de mediados de los noventa se refiere a las estimaciones hechas por economistas y por organismos internacionales respecto al costo de la crisis, las cuales se hallan en el rango del 7 al 12% del PIB.

Entre las características que afloraron en esta situación se encuentran: malas prácticas bancarias, concentración de préstamos a empresas vinculadas sin análisis crediticio apropiado, sistemas de información inadecuados, balances publicados que no reflejaban apropiadamente la situación de las entidades (doble o triple contabilidad) y sistemas de supervisión y control ineficientes (Insfrán, 2000).

A pesar de los efectos de la larga crisis financiera que afectó al sector, se puede observar que el sistema financiero que afloró con posterioridad es uno más sólido y de mayor envergadura. La tabla precedente es ilustrativa del fuerte crecimiento del sector bancario y de la economía en general. Vemos que la economía paraguaya se ha multiplicado por 6 en el último cuarto de siglo, en términos de dólares corrientes. Igualmente, el tamaño medio de las instituciones ha crecido fuertemente y esto es de especial importancia debido a que, en general, el sistema financiero es un negocio de volumen, con lo cual el tamaño contribuye a la solidez de las entidades.

El marco regulatorio: Ley 861/96 y Ley 2334/03

Uno de los subproductos de la crisis financiera fue la aprobación de una nueva ley de bancos, la cual se hallaba en estudio en el parlamento desde 1994. La Ley 861/96 General de Bancos, Financieras y otras Entidades de Crédito, sancionada en mayo de 1996, permitió a la Superintendencia de Bancos exigir a los bancos balances auditados por auditores externos y a la vez recomendar la intervención de aquellos bancos con deficiencias de capital o que no cumplan con las regulaciones prudenciales. Además, incorporó las recomendaciones del Comité de Basilea en materia de riesgos crediticios y de capital. Igualmente, se creó una Central de Riesgos en la cual las entidades financieras informan respecto a los préstamos que conceden y pueden obtener información acerca del endeudamiento total que posee un cliente en el sistema financiero. También, otro elemento importante, es que la ley limitaba el monto a ser proveído como seguro de depósitos por el BCP.

En el 2003, se aprobó la 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, que tiene como objetivo proteger parcialmente el ahorro del público en el sistema financiero nacional, en las entidades privadas autorizadas a operar por el Banco Central del Paraguay. El monto de la garantía no podrá exceder, en cada entidad financiera, del equivalente a setenta y cinco (75) salarios mínimos mensuales (equivale aproximadamente a U\$D 25.000) por persona física o jurídica. Esta cantidad se elevará al cien por ciento (100%) del importe del depósito cuando éste se haya constituido para garantizar una operación de comercio exterior o se trate de un depósito realizado por los órganos del Poder Judicial, con el objeto de custodiar fianzas exigidas por la legislación procesal civil o criminal.

El sistema de seguros de depósitos fue adoptado debido a que fortalece la estabilidad del sector financiero al mitigar la incertidumbre sobre la condición de los bancos, reduciendo así los incentivos de corridas bancarias y limitando el contagio entre instituciones.

Todos estos cambios regulatorios y el aprendizaje que implicó para los bancos nacionales el superar una crisis tan importante permitieron un continuo mejoramiento de los indicadores de solvencia, rentabilidad, morosidad y eficiencia. Así, en la reciente crisis financiera internacional, los reguladores y los bancos paraguayos pudieron activar los esquemas de alerta necesarios, pero continuaron con sus operaciones normales. Esto se puede ver en el GRÁFICO 1, en el cual los créditos y los depósitos continuaron creciendo aun en 2007 y hasta la actualidad.

Un hecho significativo en el ámbito de la supervisión es el continuo incremento del nivel de cumplimiento de los 25 Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Efectiva, tal como lo indican los Programas de Evaluación del Sector Financiero (FSAP por sus siglas en inglés) realizados por la Misión Conjunta del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional, en el 2005 (se cumplía solo 16%) y el 2010 (se cumplía el 63%). Actualmente, de acuerdo con datos del BCP, el nivel de cumplimiento es del 73%, y con las medidas regulatorias que se pretenden implementar se espera llegar, en el corto plazo, a cumplir prácticamente en su totalidad estos principios o estándares internacionales.

Los números del sistema bancario paraguayo

El sistema bancario paraguayo tuvo un importante crecimiento y se ha modernizado en la última década. Se han realizado fuertes inversiones tecnológicas que les permitieron a prácticamente todos los bancos ofrecer a sus clientes accesos

remotos a través de la banca telefónica, la banca web y realizar transacciones vía teléfonos celulares.

Se ha puesto en marcha el Sistema Nacional de Pagos que es un esquema que permite la Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR), una Cámara Compensadora Automatizada (ACH) y una Depositaria Central de Valores. Este conjunto de logros pretende satisfacer la totalidad de las necesidades de negocio financiero de una manera plenamente integrada.

Hay elementos evolutivos importantes que se han dado en los últimos años, así en enero de 2008, los activos, las colocaciones netas y los depósitos del Sistema Financiero Nacional como proporción del PIB fueron 26,87%; 13,47%; y, 21,61%, respectivamente, indicando un tamaño limitado y gran liquidez. En diciembre de 2011, las mismas variables fueron del 48,70%; 35,74%; y, 30,46%, respectivamente. Ya en 2011 se notan dos elementos importantes: el fuerte crecimiento del sistema y la reducción relativa de la liquidez. A agosto de 2015, sigue el crecimiento y la liquidez es mínima.

Tabla 2

Sistema Bancario Paraguayo
Balance general 31/08/2015. En millones de U\$D

CAJA Y BANCOS	1.539	8,0%	DEPÓSITOS	13.405	69,6%
BANCO CENTRAL	2.660	13,8%	Cta. Cte.	3.562	18,5%
Encajes	1.996	10,4%	A la vista	4.303	22,3%
Otros	664	3,4%	Plazo fijo	91	0,5%
INVERSIONES	1.624	8,4%	CDA	5.326	27,7%
Valores públicos	1.558	8,1%	Intereses devengados	0	0,0%
Valores privados	3	0,0%	OTROS VALORES EMITIDOS	800	4,2%
Otras	64	0,3%	OPERACIONES A LIQUIDAR	638	3,3%
COLOCACIONES NETAS	12.413	64,5%	OTRAS ENTIDADES	1.681	8,7%
Créditos vigentes	12.422	64,5%	OTROS PASIVOS	742	3,9%
Créditos vencidos y Deudores c/ Arreglo y morosos	330	1,7%	TOTAL PASIVO	17.265	89,7%
Total Provisiones	-339	-1,8%	CAPITAL SOCIAL	682	3,5%
BIENES REAL, Y ADJU. EN PAGO	38	0,2%	RESERVAS	682	3,5%
BIENES DE USO	148	0,8%	RESULTADOS ACUMULADOS	99	0,5%
OPERACIONES A LIQUIDAR	635	3,3%	UTILIDAD DEL EJERCICIO	293	1,5%
OTROS ACTIVOS NETOS	199	1,0%	PATRIMONIO NETO	1.990	10,3%
TOTAL ACTIVO	19.256	100,0%	PASIVO + PATRIMONIO NETO	19.256	100,0%

Fuente: Superintendencia de Bancos.

Se puede notar que el Sistema Bancario sigue siendo cortoplacista, la principal fuente de fondeo lo conforman los depósitos del público. Los CDA constituyen el esquema de ahorros a plazos por excelencia. Sería importante generar algún otro instrumento de ahorro a plazo. Los préstamos externos, la emisión de bonos subordinados u otro tipo de fondeo aún no representan cifras significativas.

De igual manera, por el lado del activo, los préstamos son el 64,5% del activo, mientras que el encaje legal es el 10,4% de los activos, y las inversiones en valores públicos representan el 8,4% de los activos.

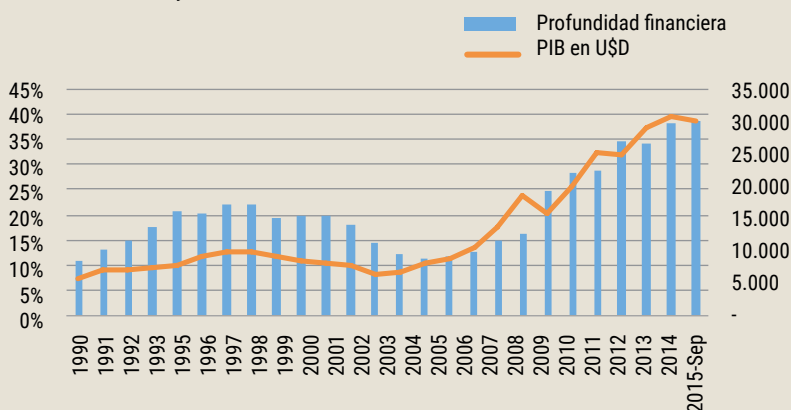
Una característica importante del Sistema Bancario en estos momentos es que la totalidad de los depósitos son utilizados para fondar los préstamos. De hecho, sumando créditos y encaje legal, obtenemos una cifra casi equivalente a los depósitos. Esta circunstancia indica un nivel importante de eficiencia del sistema financiero al prácticamente no existir depósitos ociosos.

Una variable que merece ser analizada individualmente es la profundidad financiera y su relación con el PIB. Esta tuvo un comportamiento procíclico con el PIB: probablemente exista una retroalimentación entre ambas variables. De hecho, el fuerte crecimiento de la última década se facilitó con la abundancia del crédito.

El mercado de créditos bancario ha experimentado una profundización considerable en los últimos años. Tras la fuerte contracción sufrida durante la crisis bancaria, desde 1995 y hasta el 2003, el mismo empezó a recuperarse. Y desde el 2004 presentó un crecimiento medio en términos reales del 11 por ciento, muy por encima del promedio regional en el mismo período. A finales de 2014, el crédito alcanzó el 38 por ciento del PIB, en línea con el promedio de la región.

Gráfico 2

Profundidad financiera y PIB



Fuente: BCP. Boletines estadísticos y Anexo del Informe Económico Mensual.

En referencia a las fuentes de ingreso de los bancos que operan en el sistema financiero nacional, se puede observar el Cuadro de Ingresos y Egresos del sistema consolidado (TABLA 3).

Tabla 3

Estado de ganancias y pérdidas del Sistema Bancario Paraguayo
31/12/2014

	Millones U\$D	% Operativo
INGRESOS FINANCIEROS	1.571	
Ganancias créditos vigentes p/Intermediación financiera S.F.	150	
Ganancias créd. vig. p/Intermediación financiera S.N.F.	1.332	
Ganancias créd. vig. p/Intermediación financiera	20	
Rentas y diferencia de cotización de valores públicos y privados	70	
EGRESOS FINANCIEROS	618	
Pérd. Oblig. Inter. Finan. S.F.	113	
Pérd. Oblig. Inter. Finan. S.N.F.	504	
Diferencias de cotización de valores públicos y privados	1	
MARGEN FINANCIERO	953	74,7%
INGRESOS POR SERVICIOS	222	17,4%
INGRESOS POR OPERACIONES DE CAM. Y ARB.	69	5,4%
INGRESOS POR VALUACIÓN	(2)	-0,1%
OTROS INGRESOS OPERATIVOS	33	2,6%
TOTAL INGRESOS OPERATIVOS	9.715	
TOTAL EGRESOS OPERATIVOS	8.440	
MARGEN OPERATIVO	1.275	100,0%
GASTOS ADMINISTRATIVOS	673	
Personal	305	
Propiedad	43	
Otros	325	
RESULTADO ANTES DE PREVISIÓN	602	
INGRESOS EXTRAORDINARIOS NETOS	21	
PREVISIÓN DEL EJERCICIO	(155)	
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	468	
IMPUESTOS	44	
UTILIDAD A DISTRIBUIR	424	

Fuente: Superintendencia de Bancos. Boletín Estadístico. Diciembre de 2014.

En primer lugar, resalta que el 74,75% del margen operativo proviene de las operaciones de préstamos y estos fundamentalmente al sector no financiero. Los ingresos netos por servicios representan solamente el 17,41% del margen operativo. Esto nos indica que el sistema bancario paraguayo sigue siendo un sistema tradicional y sus ingresos provienen fundamentalmente de operaciones de préstamos. Siguen siendo importantes las actividades de los bancos a través de las sucursales y las operaciones *online* aún no son significativas.

Esto último indica que existe un amplio margen para continuar creciendo en los servicios, un gran potencial para aprovechar las modernas tecnologías de comunicación y la banca móvil. En principio se ve que las alianzas con las compañías de telefonía celular y entidades de ventas de consumo masivo con extensas redes de distribución pueden ser excelentes aliados de los bancos para extender los servicios financieros e incrementar otros servicios.

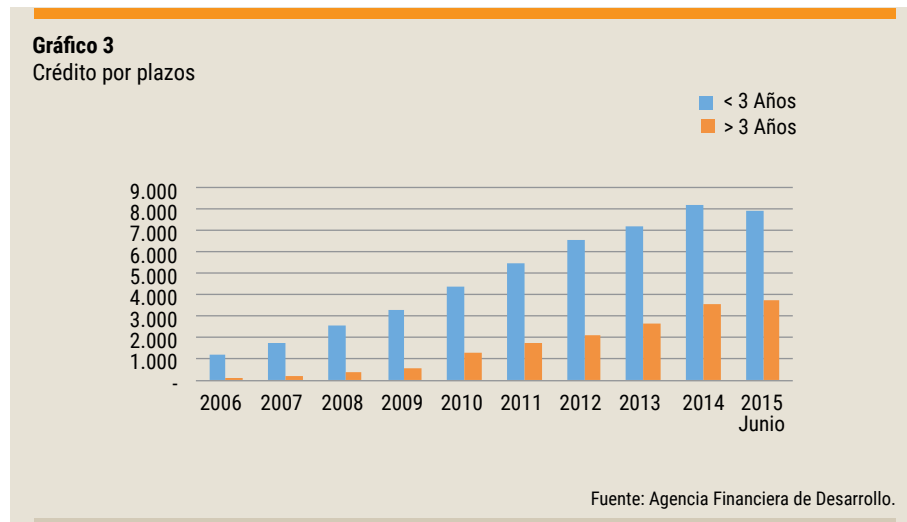
Los servicios de pagos, cobros de facturas, el *factoring* y otras operaciones constituyen elementos que pueden proveer nuevas fuentes de ingresos para los bancos y así incrementar el alcance de sus servicios y operaciones.

Tendencia al cortoplacismo

Una de las características que se podrían decir hasta endémicas es el plazo de los depósitos y créditos, que en su gran mayoría son menores a un año. A octubre de 2015, los depósitos en cuenta corriente y a la vista constituyen el 57,24% del total de depósitos del sistema financiero, con lo cual es difícil que el sistema financiero, en su conjunto, otorgue financiamiento a mediano y largo plazo. El mismo indicador en enero de 2008 era del 74,18%, lo cual indica que en los últimos años el público ha empezado a colocar sus ahorros a un plazo mayor y que se ha incrementado la confianza en las entidades financieras.

Este aspecto de los plazos, fue exacerbado por la crisis financiera de los noventa y, en cierta manera, paliado por la aparición de la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD) en el 2006. Esta es una banca estatal de segundo piso, creada para proporcionar el calce de plazos a los intermediarios financieros de manera que los mismos otorguen financiamiento a mediano y largo plazo. Los plazos para préstamos a empresas van hasta 10 años de plazo y los créditos a las personas, para viviendas, hasta 20 años de plazo. Pero este tipo de préstamos era prácticamente impensable antes de la creación de la AFD, dado que, consistentemente, una porción de más del 60% de los depósitos en el sistema financiero son a la vista o con plazos de un año o menos. Desde la creación de la AFD y el inicio de sus operaciones en el 2006, y con el mantenimiento de los equilibrios macroeconómicos,

el sistema financiero empezó a incrementar gradualmente el plazo de los créditos concedidos, llegando al 32% de los mismos.



Consideramos un deber pendiente y un desafío del sistema financiero paraguayo el de crear instrumentos de ahorro atractivos y a un mayor plazo, de manera a tener el calce apropiado para proveer financiamiento de mediano y largo plazos para inversiones e infraestructura.

Aspectos regulatorios

El siguiente esquema ilustra los diferentes instrumentos de regulación bancaria que fueron, en gran medida, utilizados por el Banco Central en las dos últimas décadas, específicamente para preservar la solvencia del sistema financiero, proteger al consumidor de productos financieros y maximizar el aporte del sistema bancario nacional al crecimiento económico.

Instrumentos de la regulación bancaria



Fuente: Preparado por el autor.

Importantes modificaciones regulatorias fueron implementadas para proceder de manera más preventiva, de acuerdo con los riesgos asumidos por las entidades y considerando las mejores prácticas internacionales del sector. Este enfoque ha dado recientemente muestras de éxito, cuando, ante las últimas turbulencias financieras internacionales, los bancos paraguayos demostraron una saludable resiliencia.

La mayor interdependencia entre los países y sus sistemas financieros hace necesario estar atentos ante eventos que suceden en diferentes partes del mundo, especialmente aquellos que tienen lugar en los principales socios comerciales. La Superintendencia de Bancos creó la Intendencia de Estabilidad Financiera con el objetivo de hacer el seguimiento de factores exógenos que afectan al sistema financiero y analizar sus interrelaciones y derivaciones. Como resultado de estos estudios e informaciones, se publica semestralmente el Informe de Estabilidad Financiera, en el que, además de los indicadores, se presenta un resumen de las pruebas de tensión realizadas a las entidades reguladas por el Banco Central, con lo cual se pretende generar un mapeo de riesgo *ex ante*, bajo escenarios alternativos de estrés.

Acciones puntuales en materia regulatoria

El Banco Central y la Superintendencia de Bancos han tomado algunas acciones puntuales en materia regulatoria para fortalecer cada vez más a las entidades que operan en el sistema financiero nacional, reduciendo a un mínimo los riesgos de eventos que generen peligros sistémicos y riesgos a los depositantes individuales.

En este sentido, se ha avanzado en diferentes aspectos de la regulación. En sus aspectos sistémicos, para proveer seguridad y solidez a las instituciones y así evitar corridas y pánicos sistémicos. Por ejemplo, se han adaptado los requerimientos de capital a estándares internacionales y mejores prácticas. Igualmente se ha avanzado en aspectos de regulación prudencial y protección al consumidor, como en el caso de la garantía de depósitos y la obligación de publicación semestral de balances de instituciones financieras.

A manera ilustrativa y ahondando en la regulación respecto al capital de los bancos, se ha incrementado el capital mínimo para la apertura de un banco y la adecuación del capital de las entidades bancarias con relación a los activos y contingentes ponderados por riesgo, discriminando entre capital principal y complementario, en concordancia con los requerimientos de Basilea. Este tipo de medida asegura la calidad del capital e induce a que en el sistema permanezcan instituciones mejor capitalizadas y solventes.

Por otra parte, y al solo efecto de la constitución de provisiones, no así de la clasificación de riesgos, se introdujo la modificación pertinente para que un deudor sea considerado en mora desde el primer día de atraso en sus obligaciones financieras, y paralelamente se dispuso la creación de un rango para constituir provisiones genéricas que va del 0,5% al 2% de la cartera neta de provisiones. Igualmente, se han emitido disposiciones que exigen y establecen pautas para la correcta gestión del riesgo de crédito y de otros riesgos de mercado.

Se ha avanzado en medidas que facilitan el manejo de liquidez de las entidades financieras y amplían la participación del BCP solamente en el rol de prestamista de última instancia. De esta manera, el BCP interviene en el mercado para proveer o extraer liquidez disminuyendo la brecha entre necesidades y existencias de las mismas. Este mercado de dinero eficiente es una condición básica para la implementación adecuada del régimen de metas de inflación. Una de estas medidas es la provisión de liquidez a precios de mercado con operaciones de reporto de títulos soberanos.

Se han visto mejoras importantes en la mayoría de los indicadores de rentabilidad y solvencia en los últimos años. Así, por ejemplo, la rentabilidad sobre el Patrimonio (ROE) observado en el 2005 fue en promedio de 18,40%; se elevó al 22,40% en el 2011 y en diciembre de 2014 fue de 28,25%.

El ratio de morosidad del 11,60% observado en el 2005 disminuyó al 2,70% en el 2011, y a diciembre de 2014 fue de 1,84%. Otro ratio interesante es el de la cobertura de las provisiones respecto a la cartera morosa, el cual, del 38,1% verificado en el 2005, fue incrementando y llegó hasta el 91,5% de los créditos vencidos en el 2011 y el 134,97% en diciembre de 2014.

A manera sumaria, mirando los diferentes indicadores de capitalización, solvencia y rentabilidad, podemos concluir que el sistema financiero paraguayo se ha fortalecido en la última década y solo faltarían algunos pocos elementos regulatorios para adecuarlo prácticamente en su totalidad a las mejores prácticas internacionales.

Considerando las condiciones macroeconómicas estables del país, a pesar de un entorno internacional desmejorado, y por sobre todo la fortaleza de los bancos que componen el sistema financiero nacional, puede ser oportuno ir adecuando el marco normativo vigente de manera a adaptarlo a estándares internacionales. Esto puede ser importante para dar acceso a los bancos nacionales a los mercados de capitales internacionales, facilitar la inversión extranjera y, sobre todo, dar la mayor seguridad posible a los depositantes en los bancos que operan en el país.

Las condiciones actuales de baja inflación, con un régimen de metas de inflación, con reservas internacionales de más del 20% del PIB y superiores al endeudamiento del fisco, con disciplina fiscal y con un sistema financiero sólido y en crecimiento proporcionan una oportunidad interesante para realizar las modificaciones regulatorias de manera gradual y con niveles de estrés menores para el sistema financiero.

Se debe buscar consolidar la supervisión preventiva y dar los instrumentos para que el regulador pueda detectar los riesgos asumidos por las entidades en etapas tempranas y exigir las medidas correctivas necesarias. Este enfoque, a la larga, permitirá mayor solvencia, estabilidad y seguridad sistémica para todos los integrantes del sistema financiero.

Inclusión financiera: la gran tarea

La inclusión financiera, que se refiere a la posibilidad de proveer servicios financieros adecuados a los sectores de menores ingresos, sigue siendo una tarea inconclusa, aunque se han dado pasos en la dirección adecuada. A pesar del rápido crecimiento del crédito, amplios sectores de la economía, en especial los hogares de menores ingresos y las pequeñas y medianas empresas, siguen sin tener acceso a préstamos u otros servicios financieros. Según la Encuesta sobre inclusión

financiera 2013 de Paraguay, solo el 29% de los adultos tenían cuenta bancaria, y únicamente el 13% tenía un préstamo en una institución financiera. Además, el uso de cuentas bancarias era reducido: solo el 10% de los adultos había ahorrado en una institución financiera en el año anterior. Asimismo, la penetración de los servicios financieros seguía siendo desigual entre la población: el 20% de los adultos del quintil más pobre disponían de una cuenta formal, frente al 42% del quintil más rico. Lo mismo ocurría a nivel de empresa: el 54% de las pequeñas empresas tenían acceso al crédito, frente al 73% de las más grandes.

Recientemente fueron aprobadas normativas que facilitan la inclusión financiera, como la regulación sobre corresponsales no bancarios (2011), es decir, agentes que ofrecen servicios financieros básicos; también la creación de una cuenta de ahorro básica (2013) con menos requisitos y cuotas inferiores; y, la regulación sobre medios de pago electrónico (2014), que establece los requisitos que deben cumplir las entidades que ofrecen transferencias no bancarias y dinero electrónico a través de servicios de telecomunicaciones. También se han aprobado otras iniciativas para ampliar el acceso al crédito a las pymes y fomentar el intercambio de información crediticia.

A finales de 2014 se implementó la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera 2014-2018. El objetivo de esta iniciativa es “reducir los índices de pobreza y fomentar un mejor nivel de vida, consolidar un sistema financiero sólido y estable, y reducir la brecha entre oferta y demanda de productos financieros”.

Adicionalmente, varios bancos locales tienen un enfoque hacia los créditos pequeños, como el Banco Familiar, que fue reconocido por el Banco Interamericano de Desarrollo en 2014, a través de su iniciativa *Beyond Banking*. El producto premiado fue Credimóvil, que permite a cuentapropistas y microempresarios solicitar crédito desde el teléfono móvil y recibir la respuesta de aprobación en cuestión de segundos. Una vez obtenida la aprobación, el dinero se puede retirar en más de 500 puntos habilitados con solo presentar el documento de identidad. Credimóvil es la aplicación en dispositivos celulares de Credicédula, un proyecto de bancarización que evalúa el crédito solo con la cédula de identidad personal y que ha permitido acercar al sistema financiero al segmento de la base de la pirámide en el Paraguay.

Otro ejemplo es el de la financiera El Comercio, que ha desarrollado la Tecnología Crediticia de Banca Comunal que denominó Jajapo Banca Comunal (hagamos banca comunal) y consiste en formar un grupo de apoyo mutuo compuesto entre 10 a 30 miembros, unidos en un pequeño banco comunal. Los miembros son personas generalmente excluidas del sistema financiero formal. El préstamo es otorgado a este banco comunal para impulsar el trabajo por cuenta propia, incentivando el ahorro y apoyando el fortalecimiento de los miembros y su comunidad por medio de capacitaciones. Brinda la posibilidad de obtener, a través de grupos solidarios, créditos destinados a la producción y la generación de microempresas,

tanto de zonas rurales como urbanas. Se busca beneficiar a cerca de 35.000 microempresarios de bajos ingresos en los próximos 3 años, masificando la tecnología de bancas comunales ofreciendo servicios financieros y no financieros en todo el país, y apunta a alcanzar 50.000 personas en 5 años de plazo, apoyados por el Fondo Multilateral de Inversiones, miembro del grupo del Banco Interamericano de Desarrollo.

Recientemente el BCP emitió el Reglamento de la Cuenta Básica y el Reglamento de Medios de Pago Electrónicos. La cuenta básica de ahorro facilita el acceso a servicios financieros para la población aún no bancarizada, disminuyendo costos y requisitos de documentación. El Reglamento de Medios de Pago Electrónico protege al usuario de estos sistemas y se ejecutan controles que minimizan los riesgos de lavado de dinero. Las empresas que ya ofrecen servicios de pago electrónicos deben inscribirse como Entidades de Medios de Pago Electrónico (EMPE) con autorización del Banco Central.

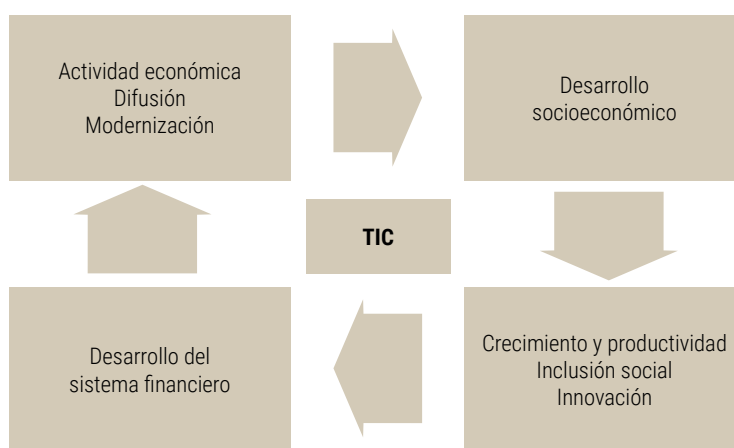
La inclusión financiera y las TIC

El objetivo de inclusión financiera puede ser alcanzado en gran medida, dependiendo críticamente del adecuado aprovechamiento e implementación de innovaciones tecnológicas en los sectores público, privado y que la mayoría de la población se adapte al uso cotidiano de las mismas.

La rápida evolución de las tecnologías de información y comunicaciones, conocida como la Revolución de las TIC, tuvo un profundo impacto en las economías y en las finanzas. Numerosos autores han indicado la importancia del sistema financiero para el crecimiento económico y para la reducción de las desigualdades. A partir de ello, podemos afirmar que las TIC tienen un impacto positivo en el crecimiento y el desarrollo económico. Esta afirmación surge del efecto de las TIC como factores que apoyan la bancarización y, por ende, el crecimiento económico. De hecho, estas tecnologías, adoptadas de manera adecuada, permiten generar un círculo virtuoso más allá del sector económico y financiero, apoyando el proceso de bancarización, con lo cual se logra un mayor crecimiento y desarrollo económico. Esto último facilita una mayor inclusión social e innovación, que permite continuar con el proceso de innovación tecnológica que nuevamente genera un mayor desarrollo del sistema financiero y, a su vez, permite mayor actividad económica, crecimiento y desarrollo económico.

El círculo virtuoso de la bancarización: TIC y bienestar⁴

Ontiveros et al. (2004), afirman: “A lo largo de estos cincuenta años, no ha habido un consenso tan amplio y una evidencia empírica como la que hoy tenemos respecto a la contribución más que positiva de las TIC, de su dotación y difusión, al crecimiento económico y de la productividad de los países desarrollados. Las dudas que plantean los escépticos están más en la línea sobre la continuidad de este ritmo de crecimiento, que del propio hecho en sí”.



Fuente: Ontiveros et al (2009).

Específicamente, en el caso del sector financiero, el mismo se ha destacado por la incorporación temprana de las tecnologías informáticas y de comunicaciones. Estas facilidades le han permitido aumentar su oferta de servicios, diferenciar la misma por segmentos y clientes, expandir sus puntos de atención y, al mismo tiempo, ganar en eficiencia.⁵

Los cambios en los servicios financieros a partir de las TIC no se limitan al mejoramiento de la eficiencia de los negocios tradicionales y a la creación de nuevas oportunidades, sino a una provisión de servicios financieros más diversificados

⁴ Fernandez de Lis (2009).

⁵ Hay evidencias de una correlación positiva entre el monto de inversión realizada en las tecnologías de la información y comunicaciones (TICs) por parte de las entidades financieras y la eficiencia conseguida en sus procesos y negocios, habiendo hecho de estas últimas fuente de importantes ventajas competitivas (Montalva, 2006).

y convenientes. Tradicionalmente, la provisión de servicios financieros ha sido altamente dependiente de la red de sucursales de los bancos, pero ahora, con la tecnología existente, a través de internet y las redes de ATM y POS, banca a través teléfonos celulares y esquemas de corresponsales no bancarios,⁶ la importancia de las sucursales ha disminuido.

Un ejemplo de la provisión de servicios financieros por canales no tradicionales es la oferta de dichos servicios utilizando teléfonos móviles, que ofrecen oportunidades significativas para mejorar la eficiencia de los mismos permitiendo mayor acceso y disminuyendo los costos de transacción. La aceptación rápida del público de estos servicios en países como Filipinas, Brasil, India y Kenia ha demostrado que la tecnología está madura y puede brindar beneficios reales a la gente sin acceso a los productos o servicios financieros. El Grupo Consultivo para asistir a los Pobres (CGAP) ha reconocido este desarrollo y ha efectuado un trabajo seminal acerca del impacto de esta tecnología en el acceso a las finanzas para los pobres y ha generado un esquema de diagnóstico estandarizado para la Banca sin Sucursales.⁷

De hecho, es difícil que con la estructura bancaria tradicional los bancos puedan servir a los clientes de menores recursos, especialmente en áreas rurales. Sin embargo, en Paraguay y en otros países subdesarrollados, prácticamente todos los habitantes tienen acceso a teléfonos celulares. Esto puede constituir la base para la provisión de servicios financieros tales como pagos, transferencias, seguros, ahorros y crédito.

Los nuevos canales para la oferta de servicios permitieron una reducción del costo de las transacciones financieras. Por ejemplo, el *internet banking* ha disminuido fuertemente los costos de procesamiento. De acuerdo a investigaciones realizadas en los EE.UU., en numerosos casos, el procesamiento de operaciones vía internet es estimado en menos del 1% del costo de una operación vía ventanilla de sucursales tradicionales (Dandapani, 2004). Por su parte, las transacciones vía tecnología de celulares tienen costos medios inferiores en 19% a los de la banca tradicional y para las transacciones pequeñas, un 38% inferior (McKay y Pickens, 2010). Asimismo, la aparición de nuevos canales de provisión de servicios financieros como los ATM y POS, internet y banca móvil, entre otros, ha permitido convertir redes anteriormente utilizadas para actividades no financieras en canales

6 Especialmente para permitir eficiencia en los procesos realizados fuera de los bancos, propiamente dichos.

7 Los servicios bancarios sin sucursales constituyen la prestación de servicios financieros fuera del ámbito de las sucursales bancarias convencionales mediante el uso de agentes minoristas, y de las tecnologías de la información y las comunicaciones para transmitir los detalles de las operaciones. Al recurrir a la infraestructura minorista ya existente, así como a las tecnologías de uso generalizado como, por ejemplo, los teléfonos móviles, los servicios bancarios sin sucursales permiten reducir drásticamente el costo que entrañan las operaciones bancarias, al tiempo que traen aparejado un aumento en el grado de comodidad de los clientes.

de provisión de servicios financieros. Esto generó oportunidades para entidades no financieras, que ahora pueden proveer ciertos tipos especializados de servicios financieros tales como pagos, compensaciones, etcétera.

Adicionalmente, las TIC han incentivado un proceso de reorganización a nivel de grandes entidades bancarias y, en cierta medida, una ola de fusiones y adquisiciones con el principal objetivo de generar *megabancos*⁸ que consolidan entidades con diferentes nichos, logrando mayor competitividad a través de la mutua complementariedad. Probablemente este proceso se pueda dar en nuestro país, donde ya se tuvo una experiencia con el Banco Regional y ABN.

¿Hacia dónde vamos?

El sistema financiero paraguayo se encuentra en franco proceso de expansión y consolidación. Esto se da en un marco de fortalecimiento del capital y de las mejores prácticas internacionales. Ante esto se impone un relacionamiento fluido entre las entidades bancarias y los reguladores, de manera que existan relaciones de cooperación mutua y que la regulación no sea percibida como una excesiva carga, sino como un elemento que permite fortalecer el negocio y evitar riesgos excesivos.

Desde el punto de vista de los reguladores, existe el gran desafío de generar mejores regulaciones que permitan poseer sistemas financieros más sólidos y seguros, pero a la vez deben permitir la innovación y la adaptación a los cambios del mundo. La legislación no debe limitar ni impedir la creación de nuevos y mejores instrumentos financieros para mejorar el manejo de los riesgos propios de la intermediación financiera. No solo se debe velar por los aspectos del riesgo crediticio, sino de todos los riesgos que el negocio genera. Especialmente, se debe llegar a un esquema en el cual el modelo de riesgo idiosincrático de cada banco sea base para las previsiones genéricas de cada entidad. Sin embargo, esto requiere todavía un largo proceso.

La consolidación del régimen democrático en la región desde principios de los años noventa ha implicado que sectores tradicionalmente excluidos de los beneficios de modernización actualmente demanden acceso. Esto incluye la provisión de servicios financieros como cuentas de cheques y ahorros, tarjetas de crédito y débito y ATM, entre otros, por lo que se presenta un desafío importante, especialmente en un sector en el cual una gran parte de los servicios son proveídos por el sector privado.

⁸ Las TIC no han sido los únicos factores que permitieron estos desarrollos, también la desregulación y las innovaciones financieras.

Los desarrollos de tecnología de la información y comunicación pueden ser elementos muy útiles (especialmente los teléfonos celulares, internet, etc.) para apoyar el proceso de bancarización, debido a que reducen los costos de provisión de los servicios financieros, especialmente aquellos relacionados con las transacciones y los pagos.

En los últimos años, los bancos han modernizado sus sistemas informáticos utilizando los mejores esquemas de protección y seguridad para garantizar la integridad de la información financiera contenida. Esto, en parte, por exigencias regulatorias de la Superintendencia de Bancos y también por iniciativa propia, para adaptarse a los productos requeridos por los clientes. También van incorporándose cada vez más procesos automáticos que generan mayor confianza dada la gran cantidad de operaciones procesadas diariamente. Los sistemas bancarios deben estar en condiciones de aceptar los procesos de autenticaciones biométricas, tales como huellas digitales o reconocimiento facial, para los procesos de pagos, por ejemplo en los comercios, ATM, etcétera.

Consideramos que el sistema financiero paraguayo de aquí a unos años poseerá bancos de mayor tamaño, ya sea por un continuo crecimiento de los existentes o por consolidaciones entre varias entidades buscando economías de escala y producción conjunta.

Un factor importante será el proceso continuo de bancarización, incorporando a un mayor número de personas físicas y jurídicas al sistema. Esto se dará por la búsqueda de diversificación que tendrán los bancos y también por aspectos demográficos. La población seguirá siendo eminentemente joven en la próxima década y el bono demográfico puede ser aprovechado, especialmente por el sistema bancario, porque los bancos nacionales han tenido una década de importantes utilidades y crecimiento que les permitirá realizar los cambios necesarios para atender a crecientes segmentos de jóvenes con productos apropiados y con costos que puedan ser asumidos por los usuarios.

Para lograr el proceso de bancarización, el sistema regulatorio deberá ser modernizado con el objetivo de alcanzar mayor cantidad de usuarios de nivel económico menor y poco formalizados. Los sistemas de análisis crediticio y los requerimientos de información deben ser obtenidos de manera indirecta. Los reguladores bancarios deben coordinar sus esfuerzos y las modificaciones legales exigidas a los bancos, con el Ministerio de Hacienda y otras entidades del sector público de manera a hacer más fácil la formalización.

La banca de gestión universal en Paraguay irá avanzando hasta cubrir un mayor espectro de clientes, pues hoy los bancos que fundamentalmente atienden clientes corporativos irán diversificando ese segmento y buscarán servir a la banca personal. Especialmente, por la fuerte competencia existente en el sector corporativo *premium*.

Se buscarán esquemas para ofrecer productos masivos, de manera a llegar a una mayor cantidad de personas y a menores costos. En este sentido, los nuevos canales a ser utilizados serán los de los corresponsales no bancarios y la banca móvil o celular. Igualmente, se espera que los bancos no solamente provean servicios de préstamos y depósitos de ahorros, sino que ofrezcan toda la gama de servicios financieros, ya sea a través de asociaciones estratégicas o generando departamentos específicos para ello.

Estos servicios serán de seguros, *brokerage*, *leasing*, *factoring*, préstamos a través de la banca telefónica, pagos de mayor cantidad de servicios vía *web*, servicios de transferencias automatizadas, etcétera.

En general, esperamos que existan menos sucursales y más puestos de servicios, bancos de mayor tamaño relativo, pero más funcionales y proveyendo más servicios automatizados y a través de nuevos canales.

Consideramos que los servicios financieros pueden ser ofrecidos de manera más económica y extendida utilizando los avances de las TIC. En el Paraguay, los bancos y otros intermediarios financieros van adoptando estas tecnologías para proveer mejores servicios a sus clientes. Sin embargo, todavía no se las está usando en su pleno potencial debido a la escasa penetración de internet en ciertas regiones, la falta de regulación específica para este tipo de servicios y el desconocimiento de los usuarios.

Los principales bancos proveen como opción a sus clientes la posibilidad de realizar ciertos tipos de operaciones vía una página *web*. Sin embargo, pareciera que las transacciones realizadas de esta manera no constituyen un volumen muy significativo respecto al volumen total de negocios de las entidades financieras. Además, la regulación no permite intermediarios financieros que operen únicamente vía internet, tal como ocurre en otras regiones. Probablemente eso será permitido en el corto plazo.

La banca móvil presenta un potencial mayor dado que existe una amplia cobertura de la red de telefonía celular en todo el país. De hecho, los últimos datos que se poseen indican una penetración del 108,6%, es decir, hay más teléfonos celulares que personas. Existen experiencias exitosas de servicios financieros proveídos a través de las operadoras de telefonía celular y se estima que incrementarán los servicios proveídos, tanto en tipos de servicios como en el número de usuarios que los utilizan.

Respecto a las microfinanzas, la población objetivo incluye a los micro emprendedores que buscan financiar sus negocios y al conjunto de hogares/personas de bajos recursos que recurren al consumo de servicios financieros para transferir recursos, permitir su resguardo y acumulación, administrar emergencias, adquirir activos productivos para el hogar, mejorar sus viviendas, estabilizar su consumo y asignar fondos para cumplir con sus obligaciones sociales. Esto nos obliga a

pensar no solo en términos de financiamiento sino también de servicios transaccionales, de ahorro e inversión y de seguros.

Para expandir el alcance de las entidades microfinancieras, se debe diseñar el marco regulatorio buscando asegurar que las medidas tendientes a proteger a los consumidores contra pérdidas no terminen imponiendo costos excesivos a las empresas que impidan el ingreso de nuevos jugadores en el sector, debido a que este es un sector de pequeño margen, a pesar de su gran volumen.

Consideramos que el próximo gran desarrollo en materia de banca sin sucursales se dará a través de la banca móvil, a medida que mayor cantidad de intermediarios financieros y empresas no financieras participen del negocio de provisión de servicios financieros. En el país ya se proveen los servicios de monedero electrónico, pagos, transferencias y opciones para obtener crédito y realizar depósitos.

Esperamos que las operadoras de celulares, ya sea de manera independiente o asociadas a bancos, sean grandes proveedoras de servicios financieros y puedan facilitar el proceso de bancarización e inclusión financiera. Para ello existe la tecnología apropiada y solamente faltaría una regulación que facilite el proceso e incentive un manejo prudente de los riesgos inherentes a las transacciones efectuadas.

Otra área que vemos tendrá importantes avances es la protección al consumidor financiero y el rol de la educación financiera, determinantes para que los derechos de los consumidores sean respetados y que los mismos sean capaces de aprovechar todas las oportunidades que se abrirán en un mundo financiero más centrado en satisfacer las necesidades de los consumidores, quienes serán más exigentes en virtud de su mayor conocimiento de los instrumentos financieros a su alcance.

En el Paraguay, los mercados de capitales deberían tener un mayor crecimiento a medida que la economía se desarrolle y los bonos corporativos sean más utilizados, pero, de igual manera, en el mediano plazo, los bancos continuarán siendo la fuente más importante de provisión de servicios financieros al sector productivo. De esta manera, los bancos nacionales continuarán con gran protagonismo en la vida económica y financiera nacional, especialmente para las pequeñas y medianas empresas.

Sin embargo, creemos que la mayor competencia entre bancos por diferentes clientes y por parte de intermediarios no financieros, por ejemplo, las casas de crédito, las cooperativas de ahorro y crédito, la financiación realizada para consumo por las propias casas de ventas (electrodomésticos y consumo en general), las casas de seguros, mutuales, el mismo dinero electrónico generado por las compañías de telefonía móvil, la posible aparición de la banca únicamente de internet y sin sucursales físicas.


Esta competencia no solo se dará a nivel nacional sino a nivel internacional porque que las TIC permitirán que cada vez más usuarios y empresas tengan acceso a los préstamos internacionales de intermediarios no bancarios, bajo el esquema P2P. Así que los bancos deberán adaptarse a estas nuevas realidades y competir con las mismas.

Finalmente, somos optimistas respecto al futuro del sistema financiero paraguayo, el cual, a pesar de los grandes desafíos, consideramos que continuará creciendo, fortaleciéndose y adaptándose al entorno cambiante en los próximos 10 años. Estos cambios, económicos, regulatorios y competitivos darán forma a las características propias de cada banco. Creemos que cada vez más los bancos nacionales se adaptarán a los estándares internacionales en materia de capitalización, manejo de riesgos y tecnología. Los bancos que triunfen serán aquellos que se suban a la ola del cambio tecnológico y apuesten a los procesos masivos y con fuerte componente de banca móvil y de internet.

Bibliografía

- BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY (2012). Resolución 1. Acta 67 del 27 de diciembre de 2012. Reglamento General de los Sistemas de Pagos del Paraguay (SIPAP).
- BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY (2011). Superintendencia de Bancos. Resolución 1. Acta 70 del 22 de noviembre de 2011. Reglamento para el Uso de los Corresponsales no Bancarios.
- BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY (2013). Superintendencia de Bancos. Resolución 25. Acta 51 del 18 de julio de 2013. Reglamento para la Regulación de las Cuentas Básicas de Ahorro.
- BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY (2014). Resolución 6. Acta 18 del 13 de marzo de 2014. Reglamento de Medios de Pagos Electrónicos.
- DANDAPANI, Krishnan (2004). Vol. 47, No. 5. Success and Failure in Web-based Financial Services: COMMUNICATIONS OF THE ACM.
- ÉXITO EXPORTADOR (2014). Estadísticas del Internet en América. Usuarios del Internet y Estadísticas de Población en América Latina, Norte América y el Caribe. <http://www.exitoeexportador.com/stats2.htm>.
- GERTLER, Mark y ROSE, Andrew (1996). "Finance, Public Policy and Growth" en *Financial Reform. Theory and Evidence*. Cambridge University Press.
- INSFRÁN PELOZO, José A. (1998). The Impact of Financial Integration in the Mercosur. Ph.D. Thesis. University of Illinois at Urbana-Champaign. Urbana, Illinois
- INSFRÁN PELOZO, José A. (2001). *El Sector Financiero Paraguayo. Evaluando 10 Años de Transición*. Series Enfoques. Centro Paraguayo para la Promoción de la Libertad Económica y de la Justicia Social (CEPPRO). N° 26 abril. Asunción.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2011). Paraguay: Financial System Stability Assessment—Update. Country Report No. 11/198. July.
- MCKAY, Claudia y PICKENS, Mark (2010). Branchless Banking Pricing Analysis. Mayo. CGAP. Advancing Financial Access for the World's Poor.

- ONTIVEROS BAEZA, E., MANZANO ROMERO, D. y RODRÍGUEZ TÉUBAL, I. (2004). Tecnologías de la información y de las comunicaciones (TIC), crecimiento económico y actividad empresarial: especial referencia a España. Círculo de Empresarios, Junio.
- ONTIVEROS BAEZA, Emilio; ENRÍQUEZ, Álvaro Martín; FERNÁNDEZ DE LIS, Santiago; RODRÍGUEZ TÉUBAL, Ignacio y LÓPEZ SABATER, Verónica (2009). Telefonía móvil y desarrollo financiero en América Latina.
- PARAGUAY (2014). Estrategia Nacional de Inclusión Financiera 2014-2018. Banco Mundial y FIRST Trust Fund Initiative.
- REPÚBLICA DEL PARAGUAY (1996). Ley 861/1996. General de Bancos, Financieras y Otras Entidades de Crédito.
- REPÚBLICA DEL PARAGUAY (2003). Ley 2334/2003. 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 (2005). Ley 2640/2005. Crea la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD).
- WORLD BANK (2006). Paraguay-Financial sector assessment. Financial Sector Assessment Program (FSAP). Washington, DC: World Bank.



Profundización del mercado de valores

Rafael Lara Valenzuela

El autor agradece la valiosa contribución del Sr. Holger Insfran, Sra. Celina Gertopan, Sra. Magaly Duarte y el Sr. Cesar Carvalho para la elaboración del presente artículo.

Introducción

Paraguay es una de las economías de la región que más ha avanzado en los últimos años, con fundamentos macroeconómicos que se muestran sólidos como su nivel de crecimiento, el cual se ha duplicado en la última década, niveles de inflación bajos y estables, cuentas fiscales equilibradas y un esquema de tipo de cambio flotante. Si bien las bases parecen estar consolidándose, el camino al tan anhelado desarrollo económico aún es largo. Es ahí que la profundización de un mercado de valores adquiere una importancia fundamental para garantizar este objetivo.

La literatura menciona el desarrollo y la profundización de un sistema financiero, compuesto tanto por el sector bancario como por el mercado de valores, como uno de los pilares del crecimiento económico. El mercado de valores puede servir de complemento para garantizar fuentes de financiamiento como alternativas de recursos para los inversionistas bajo condiciones más favorables y competitivas.

Por este motivo, es importante realizar un breve análisis de la situación del mercado de valores en Paraguay e identificar cuáles son los desafíos inmediatos para el desarrollo del mismo. En este capítulo se realiza una revisión de la literatura para evaluar la importancia del mercado de valores en el crecimiento económico, seguido con interés por el Banco Central en el desarrollo de este mercado, las características de los mercados de valores desarrollados, una descripción del mercado de valores en Paraguay y, finalmente, se exponen algunas conclusiones y desafíos que pueden ayudar al logro del objetivo primario del presente trabajo, cual es la profundización del mercado de valores.

El desarrollo del mercado de valores para el crecimiento económico

A lo largo del tiempo, diversos modelos de crecimiento han sido desarrollados, entre ellos los llamados modelos de crecimiento endógeno que han sido capaces de demostrar la existencia de una relación positiva entre desarrollo financiero, progreso tecnológico y distribución del ingreso.

Joseph Schumpeter, en su artículo *The Theory of Economic Development*, argumenta el rol positivo que cumplen los servicios provistos por los intermediarios financieros en funciones como la evaluación de proyectos, la intermediación del ahorro y la facilitación de las transacciones en el desarrollo económico.

Trabajos como los realizados por Goldsmith (1969) y McKinnon (1973) han sido capaces de presentar evidencia empírica de la existencia de una correlación positiva entre desarrollo financiero y crecimiento económico.

King y Levine (1993), empleando datos de diversas medidas de desarrollo financiero para 80 países, han encontrado evidencia entre la relación positiva del crecimiento del producto interno bruto real per cápita, la tasa de acumulación de capital físico, las mejoras en la eficiencia y los niveles de desarrollo financiero. Asimismo, el desarrollo financiero se correlaciona con futuras tasas de crecimiento económico.

Bekaert y Campbell (1997) exponen una visión más profunda del rol que los mercados financieros tienen en el crecimiento económico. Argumentan que el desarrollo de los mercados financieros incrementa la diversificación del mercado, lo que permite que los agentes sean capaces de mitigar riesgos haciendo más atractivas las inversiones.

Otro punto de vista se basa en las finanzas corporativas y la microeconomía, en donde los mercados de valores juegan un rol primordial por medio de la reducción del riesgo moral y el incremento de la eficiencia en el acceso a la información. La reducción del riesgo moral se traduce en mercados más eficientes, lo que genera que el precio de la acción sea un reflejo más transparente de la gestión de la empresa y su valor. A su vez, a niveles agregados, una reducción del riesgo moral lleva a un incremento de la productividad.

Demiúrgica, Kunt y Levine (1996), con datos de 44 países para el período 1986-1993, encontraron evidencia empírica de la relación positiva existente entre el tamaño del mercado de valores y los niveles de actividad de instituciones financieras como bancos, aseguradoras y fondos de pensiones.

Asimismo, Demiúrgica, Kunt y Maksimovic (1998), utilizando datos de 30 países durante el periodo 1980-1991, hallaron evidencia empírica del papel complementario de los mercados de valores e instituciones financieras, enfatizando que los mismos no son agentes rivales ni alternativos sino complementarios.

El Banco Central y el desarrollo del mercado de valores

Los bancos centrales tienen especial interés en que el mercado de valores se desarrolle, ya que los mercados financieros eficientes contribuyen al logro de dos de sus principales objetivos: la estabilidad monetaria y la financiera.

Un mercado de valores desarrollado permite mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria, especialmente a través del canal del precio de los activos, ya que los mismos tienden a ajustarse rápidamente cuando la tasa de interés de política monetaria se modifica. En un mercado de valores poco desarrollado los precios de los activos no se publican diariamente. Sin embargo en un mercado desarrollado, los precios son informados en forma permanente y, por ende, los

ajustes en la tasa de política monetaria son rápidamente internalizados en los precios de todos los activos financieros.

A su vez, en lo que se refiere al impacto sobre la estabilidad financiera, un mercado de valores desarrollado permite que los activos financieros invertidos por las entidades financieras puedan ser convertidos con facilidad y sin mayores pérdidas, cuando alguna situación de necesidad de liquidez lo requiera. Asimismo, un mercado desarrollado permite que las entidades financieras puedan comprar y vender valores, generando ganancias en dicha intermediación y, de esa forma, diversificar sus fuentes de ingresos. Ambos factores contribuyen a la estabilidad financiera.

Adicionalmente, los bancos centrales que son emisores de deuda pública también se benefician de esta situación, ya que un mercado de valores desarrollado genera permanentemente precios de sus títulos, lo que implica una mayor liquidez de los mismos, generando menores costos y un impacto positivo sobre sus balances.

Finalmente, un mercado desarrollado permite una mejor administración de la liquidez por parte de las entidades financieras y, por consiguiente, un mejor control de la tasa de interés de préstamos interbancarios por parte de los bancos centrales. A fin de conseguir este objetivo, los bancos centrales administran la liquidez de corto plazo inyectando o drenando liquidez de tal manera que la demanda y oferta de reservas sean iguales y, con ello, la tasa de préstamos interbancarios se alinea a la tasa de política monetaria.

Mercado de valores desarrollado

El mercado de valores es un espacio público para la realización de transacciones entre emisores e inversionistas, que, en nuestro país, se encuentra conformado por la entidad reguladora (Comisión Nacional de Valores), intermediarios (Bolsa de Valores, Casas de Bolsa) y otras entidades.

Como hemos visto, el desarrollo del mercado de valores es fundamental para el crecimiento económico, así como para el Banco Central. De ahí surge la importancia de analizar el desarrollo y la profundidad del mercado de valores en Paraguay. Para dicho fin se introduce una breve explicación de la principal característica de un mercado de valores desarrollado.

La principal característica de un mercado desarrollado es su liquidez, la cual posee ventajas para todos los participantes: a los intermediarios (*traders*), porque les permite implementar su estrategia a un bajo costo; a los mercados organizados (Bolsa de Valores), porque atrae a intermediarios y a los reguladores, porque reduce la volatilidad (Harris, 2002).

La liquidez es la habilidad para negociar grandes montos en forma rápida y a bajo costo. Las dos dimensiones de la liquidez son amplitud y profundidad. La amplitud se refiere al costo de hacer una transacción de un determinado monto. Los operadores generalmente identifican la amplitud con el *spread* del precio de demanda y oferta. Este diferencial tiende a ser más pequeño en los mercados más líquidos y eficientes.¹

La profundidad se refiere al tamaño de transacción, que puede ser acordado a un costo determinado, y un indicador puede ser el coeficiente de rotación. Cuanto mayor sea el número de órdenes, mayor es la potencialidad de estabilizar cambios de precios.

El mercado de valores en Paraguay

Nos preguntamos: ¿En qué etapa se encuentra el mercado de valores en Paraguay? Para responder esta pregunta, iniciamos este capítulo describiendo el funcionamiento y las características inherentes al mercado de valores en Paraguay.

En cuanto al funcionamiento, el mercado de valores a nivel nacional se encuentra regulado y supervisado por la Comisión Nacional de Valores y se rige principalmente por la Ley 1284/98 del mercado de valores.

Entre los principales instrumentos que se comercializan en el mercado de valores del Paraguay se pueden destacar las acciones, los bonos, los certificados de depósitos de ahorros, los pagarés y los títulos de inversión.

Es importante enfatizar que las operaciones en el mercado de valores pueden realizarse tanto en el mercado primario como en el secundario. El primario es aquel en el cual los valores son colocados por primera vez, mientras que en el segundo, las transacciones se efectúan con títulos que fueron emitidos previamente en el mercado primario.

En relación a la operativa del mercado de valores, existen negociaciones en el mercado bursátil y en el mercado extrabursátil. En el bursátil, las instituciones facultadas para intermediar los títulos-valores son las casas de bolsa, que, durante una rueda de bolsa, negocian los diferentes títulos de oferta pública previamente registrados y autorizados por la Comisión Nacional de Valores.

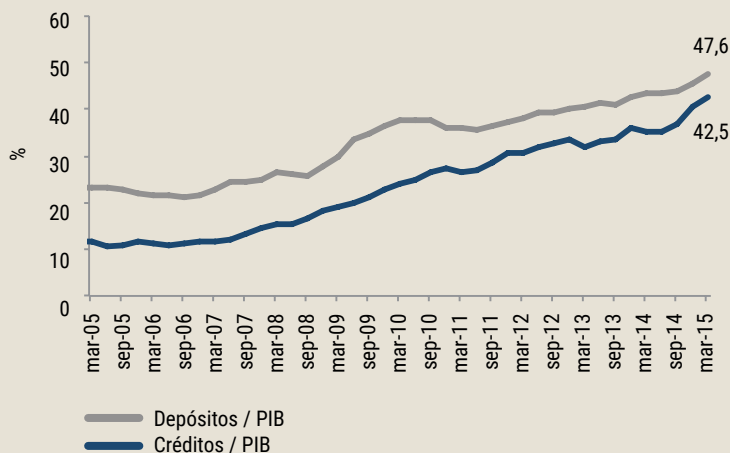
En el mercado extrabursátil, las negociaciones se realizan fuera de la bolsa. Los valores más importantes en este mercado son aquellos emitidos por el Banco Central del Paraguay y por el Ministerio de Hacienda, así como las negociaciones de CDA que las casas de bolsa realizan fuera de bolsa.

¹ FMI (2006).

Finalmente, las operaciones se pueden realizar en firme cuando la transferencia de los valores es definitiva y de pase o reporto, cuando se acepta la propuesta con una doble operación, una venta al contado con una operación simultánea de compra a un plazo fijo y un precio determinado.

En lo que respecta a las características del mercado de valores, podemos decir que ha crecido en los últimos años, aunque a un ritmo mucho menor que el sector bancario. Este² ha pasado de tener una cartera de préstamos del 11,6% al 40,5% aproximadamente con respecto al PIB en la última década, como se puede observar en el GRÁFICO 1, mientras que el mercado de valores no ha seguido la misma dinámica. Como se puede observar en la TABLA 1, existió un incremento en la participación del mercado de acciones de 0,02% a un 0,06% con respecto al PIB y de bonos de un 3,5% a un 6% del PIB. De este breve análisis podemos concluir que la principal fuente de financiamiento de la economía continúa siendo el sector bancario.

Gráfico 1
Profundización financiera



Fuente: Banco Central del Paraguay.

2 Entiéndase como sector bancario los bancos comerciales públicos y privados y las financieras.

Tabla 1

Tamaño del mercado de capitales Paraguay (% del PIB)

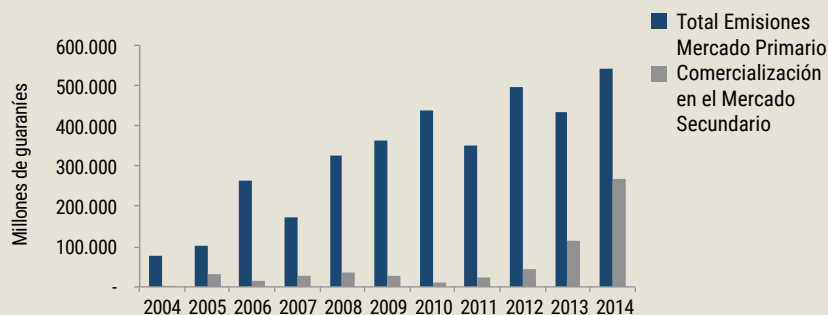
	2006	2014
Mercado de acciones		
Acciones en millones de ₡	9.887	82.393
PIB corriente en millones de ₡	52.270.098	138.259.885
Mercado de acciones sobre PIB	0,02%	0,06%
Mercado de bonos		
Bonos en millones de ₡	86.223	709.646
Bonos en USD, en millones de ₡	187.137	82.557
Deuda interna del Ministerio de Hacienda		
Deuda interna en millones de USD	300	1.718
Tipo de cambio	5.627	4.495
Deuda interna en millones de ₡	1.686.063	7.724.062
Total mercado de bonos en millones de ₡	1.959.423	8.516.265
PIB corriente en millones de ₡	52.270.098	138.259.885
Mercado de bonos sobre PIB	3,75%	6,16%

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Conforme a lo mencionado, los instrumentos en el mercado bursátil pueden ser negociados en el mercado primario o secundario. Como podemos observar en el GRÁFICO 2, en el mercado de valores paraguayo, las negociaciones en el mercado secundario, si bien se han incrementado en la última década, la comercialización en ese mercado aún no alcanza el 50% de las emisiones realizadas en el mercado primario.

Gráfico 2

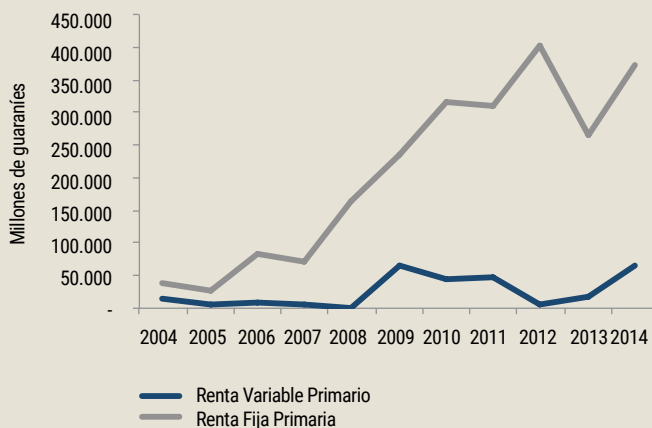
Emisiones y comercialización por tipo de mercado



Fuente: Comisión Nacional de Valores.

Siendo el mercado primario el que predomina, en el GRÁFICO 3 se muestra la composición del mismo conforme los tipos de instrumentos que forman parte de este mercado, los cuales pueden ser de renta fija y de renta variable. Como se puede observar, las emisiones de títulos de renta fija dominan el mercado, representando en promedio el 80% del total.

Gráfico 3
Tipos de instrumentos del mercado primario



Fuente: Banco Central del Paraguay.

En cuanto al mercado extrabursátil, actualmente el Banco Central tiene emitidos 6.7 billones de guaraníes en LRM, mientras que el saldo de la deuda emitida por el Ministerio de Hacienda, asciende a 2,5 billones de guaraníes, totalizando entre ambos 9.2 billones de guaraníes. Por su parte, la Agencia Financiera de Desarrollo tiene emitidos bonos por un valor de 0,6 billones de guaraníes. El saldo de valores emitidos por el sector público es de 9,8 billones de guaraníes. Al evaluar el mercado bursátil y extrabursátil, el 80% de los títulos de renta fija corresponde a títulos-valores públicos comercializados en el mercado extrabursátil. De ahí la importancia de integrar ambos mercados, implementando medidas que posibiliten la negociación de todos los instrumentos mencionados en el mercado bursátil como primer paso para el desarrollo de un mercado secundario.

Tabla 2

Saldo de Títulos Valores Públicos custodiados en el BCP
(Millones de guaraníes)

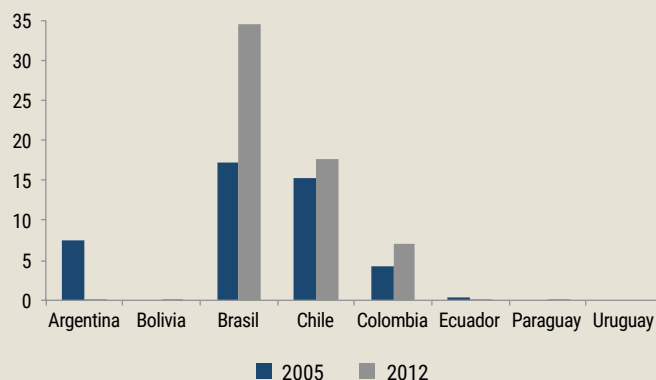
Emisor	Total
Banco Central del Paraguay	6.716.500
Ministerio de Hacienda	2.485.352
Agencia Financiera de Desarrollo	600.000
Total	9.801.852

Fuente: Gerencia de Mercados del BCP.

Con el objetivo de determinar el desarrollo del mercado de valores paraguayo, se procederá a analizar la principal característica de un mercado desarrollado. Conforme vimos más arriba⁴, la literatura menciona la liquidez como principal requisito para medir el nivel de desarrollo de un mercado de valores. En ese sentido, se utiliza el indicador de liquidez desarrollado por el Banco Mundial.³ En el GRÁFICO 4, se observa que el indicador de liquidez del Paraguay fue de tan solo 0.2% en el año 2012, muy por debajo de otros países cuyos mercados de valores son tomados como referencia en la región.

Gráfico 4

Indicador de liquidez del mercado
Valor de las acciones negociadas % del PIB



Fuente: World Development Indicators 2015, The World Bank.

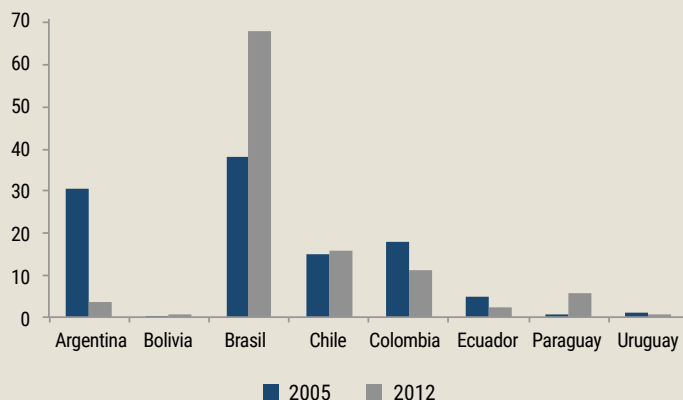
³ Indicador de liquidez: medida por el valor total de las acciones negociadas durante cierto periodo de tiempo.

Otro indicador frecuentemente utilizado para medir la liquidez del mercado es el denominado *ratio de rotación*.⁴ Un coeficiente más alto denota un mercado más líquido. Si bien se produjo un importante incremento entre el año 2005 y 2012, en que el ratio pasó de 0.6% a 5.5%, el mismo se encuentra muy por debajo de los países referentes de la región.

Gráfico 5

Coeficiente de rotación

Valor de las acciones negociadas como porcentaje de la capitalización bursátil



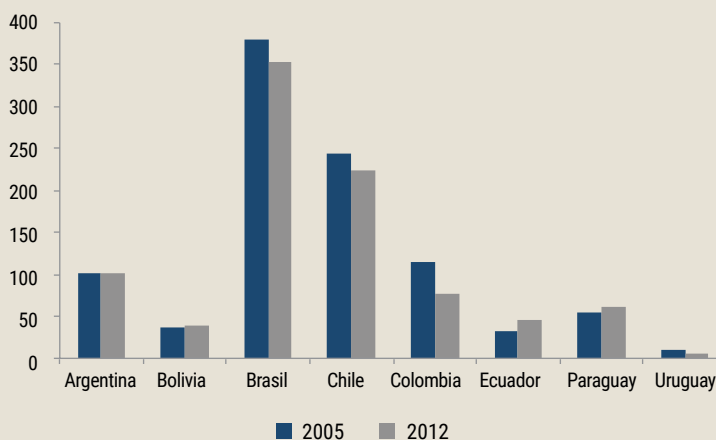
Fuente: World Development Indicators 2015, The World Bank.

La última variable que se examina para medir la liquidez del mercado es el número de participantes que lo conforman: a mayor número de participantes, mayor diversificación en el mercado y, por lo tanto, mayor la liquidez y la profundización del mismo. Podemos observar en el GRÁFICO 6 que si bien hubo un incremento en el número de empresas, este aún no es considerable en comparación con países de la región.

4 Ratio de rotación: mide la relación existente entre el promedio de operaciones diarias y la cantidad de valores en circulación.

Gráfico 6

Número de empresas participantes en el mercado de valores



Fuente: World Development Indicators 2015, The World Bank.

Luego del análisis realizado, se puede concluir que nuestro mercado de valores se encuentra aún en etapa de desarrollo y que las medidas a ser implementadas deben apuntar a profundizar el mismo.

Condiciones para el desarrollo del mercado de valores

La literatura cita como condiciones necesarias para el desarrollo del mercado de valores un buen entorno macroeconómico, un marco legal e infraestructura de mercado apropiados, un esquema de operaciones monetarias coordinado, una administración de deuda eficiente y un universo de inversores diversificado.

En cuanto al ambiente macroeconómico, la economía paraguaya ha venido mostrando un crecimiento económico sin precedentes, con un crecimiento promedio del 4.8% en los últimos 10 años. Según el informe de competitividad emitido por el Foro Económico Mundial, el Paraguay ocupa el primer lugar en el *ranking* de países con mejor control sobre la inflación, lo que ratifica los esfuerzos realizados por el Banco Central del Paraguay. Asimismo, la economía paraguaya ha sido capaz de conseguir bajos niveles de deuda pública. El *ranking* del Foro Económico posiciona a Paraguay en el puesto 13.º a nivel mundial y en el segundo puesto en Sudamérica. Estos resultados se alinean con esfuerzos realizados duran-

te más de una década por mantener en buenas condiciones las finanzas públicas, esfuerzo que se ratifica en la aprobación de leyes como la de Responsabilidad Fiscal y la de Modernización de la Administración Financiera del Estado.

Haciendo referencia al marco legal, la Ley 1.284 del Mercado de Valores aprobada en 1998, a pesar de tener debilidades, contempla las mejores prácticas de los mercados internacionales. Actualmente se encuentra en el poder legislativo un proyecto de ley que modifica el actual marco regulatorio y que tiene como objetivo introducir algunas mejoras como la actualización de algunos artículos para fortalecer financiera e institucionalmente la Comisión Nacional de Valores. Recientemente se ha aprobado la Ley 5452 Que Regula los Fondos Patrimoniales de Inversión y deroga la anterior Ley 811/96 de Administración de Fondos Patrimoniales de Inversión: el principal objetivo de la nueva ley era contar con un nuevo cuerpo legal a los efectos de lograr la plena utilización de instrumentos disponibles a través del mercado de valores paraguayo y posibilitar el funcionamiento de sociedades administradoras de fondos de inversión.

Las condiciones de la infraestructura del mercado de valores han mejorado considerablemente en los últimos años. La Bolsa de Valores implementó en el 2010 el sistema electrónico de negociaciones conocido como SEN, el cual facilita el acceso de emisores, inversores e intermediarios desde sus propias terminales.

En noviembre del 2013, se habilitó el Sistema de Pagos del Paraguay (SIPAP) con un sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR) y una Depositaria de Valores de Títulos Públicos (DEPO). Esto permitió la automatización de las transferencias interbancarias y los valores registrados en la DEPO que son negociados, se liquidan bajo el esquema DvP.⁵ También se habilitaron aplicaciones complementarias para la implementación de las operaciones de mercado abierto, facilidad de liquidez intradía y facilidades de depósitos y liquidez *overnight*.

El esquema de operaciones monetarias tiene una significativa importancia en el desarrollo del mercado financiero. En caso de que el Banco Central tuviera que emitir títulos valores, lo recomendable es que estos sean de corto plazo, dejando los plazos más largo al Tesoro.⁶ El BCP emite títulos hasta un año y medio y el Ministerio de Hacienda emite títulos valores desde dos años, por lo que se puede afirmar que existe una coordinación en cuanto a los valores emitidos por el sector público.

En lo que respecta a una efectiva administración de deuda del sector público, es necesario que la gestión de la misma tenga una estrategia de largo plazo y un diseño de operaciones e instrumentos apropiados.⁷ El Ministerio de Hacienda emite en dos lugares, el Banco Central y en la Bolsa de Valores, lo que de alguna

5 Entrega contra pago.

6 Árvai & Heenan (2008).

7 Ídem.

manera podría estar generando una segmentación del mercado. La segmentación del mercado dificulta conocer la verdadera amplitud y los precios de acuerdo con la demanda y la oferta de lo que sería un mercado integrado. El problema no es la existencia de estos dos tipos de mercados sino la falta de integración de los mismos.

La integración de los mercados de títulos públicos de la Bolsa de Valores y del BCP es posible mediante la interconexión de los sistemas de negociación de ambas instituciones. En ese sentido, el BCP, el Ministerio de Hacienda, la Comisión Nacional de Valores y la Bolsa de Valores han convenido el mecanismo operativo de negociación de estos valores, lo que hace posible que la oferta de valores, específicamente de Bonos del Tesoro, emitidos en el BCP puedan ser ofrecidos a inversores no financieros a través de los mecanismos de negociación de la Bolsa de Valores.

Finalmente, una base de inversores poco diversificada y limitada restringe el crecimiento del mercado. En el Paraguay, los bancos comerciales son los principales inversores en los valores públicos (82%). A esto se agrega el hecho de que la participación de inversores del extranjero es nula. Con poca competencia, los bancos dominan el mercado primario de bonos del tesoro, lo cual influye en la tasa de interés que el Ministerio de Hacienda puede captar de sus inversores.

Como el mercado de valores públicos está dominado por bancos y como todos tienen básicamente el mismo perfil de balance, sus horizontes de inversión son similares, lo que limita la formación de una curva de rendimientos de largo plazo, ya que los mismos, por sus limitaciones de descalces, invierten en el corto y mediano plazo. La falta de puntas de largo plazo de bonos del tesoro en la curva de rendimiento afecta el mercado de bonos privados, debido a que los emisores que necesitan financiarse a largo plazo tendrán mayor dificultad en conseguir inversores, ya que los riesgos implícitos no se encuentran bien definidos por ausencia de una tasa de referencia.

Las dos principales cajas de pensiones, el Instituto de Previsión Social y la Caja Fiscal, tienen una escasa participación en el mercado de valores y, además, limitaciones legales para adquirir bonos del tesoro. Podría decirse que la ausencia de los principales captadores del ahorro previsional en los mercados de valores han sido un obstáculo para el desarrollo del mismo. Actualmente se encuentra en análisis un proyecto de ley que regulará las instituciones que ofrecen servicios de jubilación, con lo que las restricciones deberían ser levantadas.

Analizadas exhaustivamente las condiciones necesarias para el desarrollo del mercado de valores paraguayo, y pese a haber avanzado significativamente en ciertos aspectos, aun son varios los desafíos por superar.

Conclusiones y desafíos

Según el análisis realizado, se puede concluir que el mercado de valores paraguayo aún no se encuentra desarrollado, a pesar de que este ha crecido, el mismo no ha seguido el dinamismo observado en el sector bancario. No obstante, reúne ciertos requisitos que son necesarios para profundizar el mercado tales como el ambiente macroeconómico, el marco legal, la infraestructura y las operaciones monetarias coordinadas, los cuales han mejorado significativamente en la última década.

En este contexto, se han identificado dos características principales que representan obstáculos para lograr un mercado líquido: la segmentación del mercado de títulos públicos y la base de inversores pequeña y poco diversificada.

Como se mencionó previamente, el primer paso para la integración del mercado de bonos del tesoro se ha realizado mediante la interconexión de las plataformas del BCP y de la Bolsa de Valores. El siguiente paso podría ser la negociabilidad de las letras de regulación monetaria, lo cual culminará el proceso de integración de títulos públicos.

Una vez integrados los mercados de la deuda pública, el desafío será aumentar el volumen de las operaciones en el mercado secundario, lo que posibilitará finalmente la revelación de precios de los instrumentos. Esto puede obtenerse mediante mecanismos de incentivos adecuados. En el caso de las letras de regulación monetaria, el BCP se encuentra analizando la implementación de un esquema de creadores de mercado (operadores primarios) que incentive a estos a cotizar y negociar los instrumentos de tal manera que los mismos cuenten con precios de compra y venta permanentemente.

En cuanto a los inversionistas, para ampliar la base de los mismos, el desafío consiste en incrementar la participación de inversores institucionales y minoristas. En lo que se refiere a inversores institucionales, las dos grandes cajas de jubilación, como el IPS y la caja fiscal, actualmente no invierten activamente en la Bolsa de Valores, lo cual impide que las mismas puedan diversificar sus inversiones. Por eso, los esfuerzos deben centrarse en destrabar los obstáculos legales e institucionales.

En lo que se refiere a los inversores minoristas, la atención debe centrarse en incrementar el entendimiento de la población de temas relacionados con el mercado de valores. Es necesaria la implementación de una campaña de educación bursátil que brinde suficiente información a los distintos participantes del mercado. Además, es importante que la información vigente sobre emisores, plazos y condiciones de operación en el mercado sea más clara y oportuna.

Bibliografía

- ÁRVAI, Z., & Heenan, G. (2008). *A Framework for Developing Secondary Markets for Government Securities* (No. 8-174). International Monetary Fund.
- BEKAERT, G., & Harvey, C. R. (1997). "Emerging equity market volatility". *Journal of Financial economics*, 43(1), 29-77.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. (1994). Developing Country Capital Structure and Emerging Stock Markets, Policy Research Working Paper, WPS 933, July.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A., Levin, R. (1996). "Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts". *The World Bank Economic Review*, 10(2): 241-265.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A., & Maksimovic, V. (1998). "Law, finance, and firm growth". *Journal of finance*, 2107-2137.
- GOLDSMITH, R. (1969). *Financial structure and economic development*. New Haven: Yale University Press.
- HARRIS, L. (2002). *Trading and exchanges: Market microstructure for practitioners*. Oxford: Oxford University Press.
- KING, R. G., & Levine, R. (1993). "Finance and growth: Schumpeter might be right". *The quarterly journal of economics*, 717-737.
- LEVINE R., and Zervos S. (1996). "Stock Market Development and Long-Run Growth". *The World Bank Economic Review*, Vol. 10(2), pp.323-339
- MCKINNON, R. I. (1973). *Money and capital in economic development*. Brookings Institution Press.
- MISHKIN, F. S. (2007). *The economics of money, banking, and financial markets*. Pearson education.
- PAGANO, M. (1993). "Financial markets and growth: an overview". *European economic review*, 37(2), 613-622.
- THE WORLD BANK, World Development Indicators(2015).
- YARTEY, C. A., & Adjasi, C. K. (2007). *Stock market development in Sub-Saharan Africa: Critical issues and challenges* (No. 7-209). International Monetary Fund.

Administración de reservas internacionales

Roland Holst Wenninger

El autor agradece la colaboración de Edgar Mendoza, Rubén Cáceres y Jorge Burgos para la elaboración de este capítulo.



Las reservas internacionales (RIN) cumplen un rol esencial para toda nación que valore el desarrollo económico equilibrado. La adecuada administración de las mismas consolida la política monetaria y colabora en caso de que existan *shocks* externos que puedan afectar a un país. Tanto en la bibliografía como en la opinión pública, es muy común subestimar la importancia de estos golpes. Tal vez porque las reservas, normalmente, no producen *shocks* macroeconómicos: por el contrario, las reservas ofrecen la garantía suficiente para enfrentar una situación de crisis. Si bien la literatura cita un mayor número de objetivos, se considera que las reservas internacionales cumplen principalmente dos grandes roles.

El primero es apoyar la política monetaria, pues brinda a los agentes económicos el respaldo y la confianza suficientes para preservar el valor de la moneda. Recordemos que en décadas pasadas la garantía de las monedas de cada país estaba constituida por el oro. Pero a lo largo del tiempo esto cambió y en la actualidad las reservas internacionales constituyen el equivalente de solidez financiera para la gran mayoría de los países. Los agentes económicos pueden decidir demandar mayor cantidad de divisas extranjeras en un momento dado, tanto debido a una pérdida de confianza en la moneda local como por otros motivos. Por lo tanto, contar con suficientes reservas proporciona garantía y seguridad a la ciudadanía, por el hecho de que se podrá hacer frente al aumento de demanda de moneda no nacional.

El segundo objetivo es brindar el respaldo necesario ante *shocks* externos. Como bien es sabido, en una economía abierta e integrada existen factores económicos exógenos incontrolables hasta para las economías más desarrolladas, debido a que los países no son inmunes a situaciones que se producen en otras economías. Sin embargo, lo importante es que el impacto no sea significativo al punto de afectar el bienestar de la sociedad. Las reservas deben proveer la liquidez suficiente para hacer frente a compromisos pactados.

En general, las buenas prácticas establecen como objetivos de la administración de reservas la seguridad del capital, la liquidez y la rentabilidad. Cabe aclarar que los fondos que respaldan los requerimientos de liquidez hacen mayor énfasis en la seguridad y liquidez del capital, mientras que los activos *en exceso* de los requerimientos de corto plazo suelen tener como objetivo la búsqueda de rentabilidad en el mediano y largo plazo. Pero lo que determina la correcta y prudente administración de las reservas es, primeramente, el origen, la composición de las mismas.

Composición de las reservas: ¿Son de libre disponibilidad?

La composición de las reservas varía a través del tiempo y de un país a otro. Pero, en general, los grandes componentes son básicamente tres: ahorros temporales del estado, una fracción de los ahorros del público en el sistema financiero y recursos adicionales o excedentes de la banca central.

Como el Estado maneja parte de sus finanzas en moneda extranjera (y lo hace a través del Banco Central), cuenta con recursos o ahorros temporales que son considerados reservas internacionales. Los orígenes pueden ser tan variados como las recientes emisiones de deudas en mercados internacionales, royalties recibidos pero aún no utilizados, fondos de préstamos tampoco utilizados todavía, etc. Como se puede notar, existe un factor común entre estos recursos y es su temporalidad; por ello necesariamente parte de las reservas deben ser líquidas o disponibles a corto plazo.

Componen las RIN, además, los fondos del sector financiero privado, que están compuestos por las reservas obligatorias conocidas como *encaje legal*, que se forma del porcentaje de cada depósito de acuerdo a su plazo. Además existen reservas voluntarias. Si bien existen reservas por depósitos a plazo fijo, la mayor proporción de los encajes corresponden a depósitos de disponibilidad inmediata, para honrar los compromisos por parte del sector financiero con los ahorristas cuando solicitan retiro de depósitos, imprescindible para preservar la confianza, el mayor valor de toda actividad financiera.

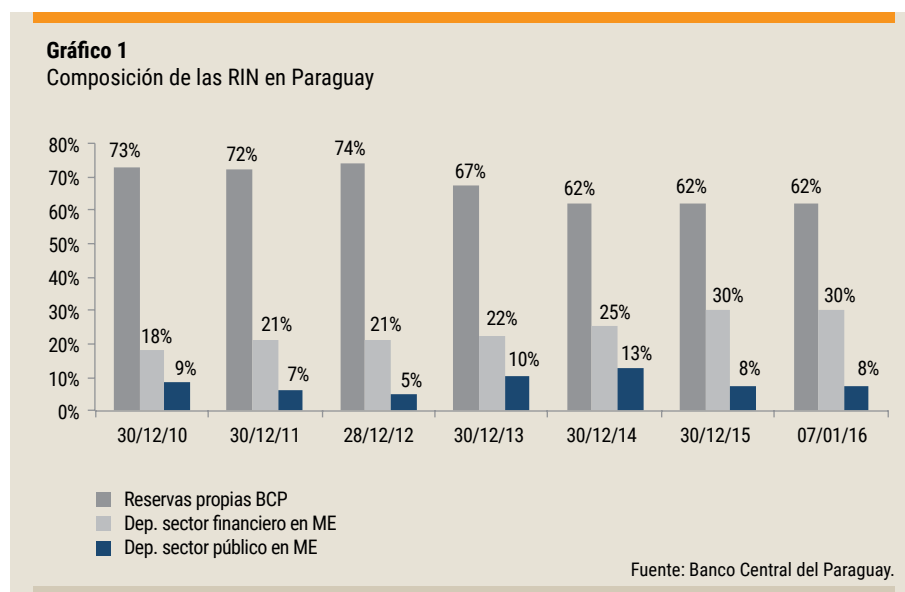
El tercer gran componente de las reservas son los recursos propios del Estado, administrados por la banca central. Estos también pueden tener diferentes orígenes, como ganancias acumuladas por operaciones cambiarias, ganancias acumuladas por la administración (inversión) de las reservas, etc. De los fondos de este componente no existe el riesgo de una demanda inmediata, dado que el Banco Central tiene cierta discrecionalidad sobre los mismos, pero son recursos de no tan libre disponibilidad como podría parecer.

El motivo es justamente el primer objetivo de la existencia de reservas internacionales: el respaldo de la moneda. Cuando el gobierno decide utilizar los fondos temporales en moneda extranjera, utiliza (disminuye) reservas internacionales. Cuando el público retira depósitos en moneda extranjera de las entidades financieras y éstas deben retirar encaje legal del Banco Central, está utilizando (disminuyendo) reservas. Pero cuando el público utiliza moneda local para comprar moneda extranjera y lo hace en forma masiva (por ejemplo, ante la desconfianza en la moneda local), es el Banco Central el proveedor último de moneda extranjera para respaldar (garantizar) la convertibilidad de la moneda local. Esto exige ser muy cuidadoso al interpretar el grado de disponibilidad o de discrecionalidad

que puede darse a las reservas propias del Banco Central. Un bajo nivel de reservas propias o una inversión en activos que no brindan confianza al público son los factores que podrían provocar desconfianza en la moneda local y crear una masiva cancelación de la misma por parte del público, eliminando de esta manera estas reservas propias.

Composición de las reservas en el Paraguay

Para tener una mejor visión de la composición de las RIN en el Paraguay, se presenta un gráfico donde se observa el origen de los fondos.



Se aprecia en el GRÁFICO 1 que la mayor proporción de las reservas paraguayas corresponde a reservas propias del Banco Central. En el 2015, representaron alrededor del 62%. Los depósitos del sector financiero constituyen el 30% y los depósitos del sector público son aproximadamente 8% del total de las reservas. De este total de depósitos del sector público, aproximadamente una tercera parte corresponde a la captación por emisión de bonos soberanos en el exterior, aproximadamente U\$D 196 millones (3% de las RIN) a diciembre del 2015. Esta composición puede variar, como se observa en el gráfico, dependiendo de diversas situaciones. En este sentido, puede ocurrir que la sociedad perciba que esos fondos son poco productivos, de ahí la tentación constante de hacer uso de las reservas sin conocer

en profundidad que no todas son propias y deben estar disponibles ante cualquier hecho que requiera su utilización para cuidar el equilibrio macroeconómico.

Tramo de inversión

Según su utilización y objetivos, las reservas internacionales suelen dividirse en diferentes tramos. Generalmente se utilizan dos subdivisiones importantes, que son los tramos de liquidez y de inversión. Los primeros tienen como objetivo proveer de liquidez al sistema financiero. Por ello, estas inversiones se centran principalmente en proveer de instrumentos que puedan cumplir dicha función sin incurrir en un costo de transacción elevado al cual se suma la probabilidad de pérdida en el corto plazo.

El segundo tramo corresponde al de inversión a más largo plazo, que generalmente busca mayores rendimientos a los activos cuyos usos no están proyectados en el corto plazo. Estos activos de inversión dan mayor prioridad al tercer objetivo de la administración de las reservas internacionales, cual es generar rentabilidad. Si bien la rentabilidad aparece en tercer lugar, esto no significa que sea menos importante: los tres objetivos mencionados constituyen partes similares que conforman un todo.

La rentabilidad constituye un factor fundamental, pues las reservas deben generar rendimientos positivos. No puede considerarse correcto que se busque solo mantener el capital inicial, la visión debe ser de largo plazo y es responsabilidad de los administradores diagramar estrategias que busquen el mayor rendimiento del capital. Las reservas están constituidas en mayor proporción por aportes de los contribuyentes. Si los fondos no son administrados correctamente, finalmente serán los contribuyentes quienes, como consecuencia, deberán aportar más. Por ello es importante que dicho capital obtenga el mayor retorno posible, sin obviar la seguridad y liquidez de las reservas.

Los parámetros adecuados

La importancia de las reservas muchas veces no es percibida de manera adecuada. Sin embargo, estas cumplen un papel fundamental y algunos parámetros con que compararlas hacen evidentes su nivel y solidez. A pesar de la amplia literatura académica sobre medidas precautorias que mencionaremos al final de este

apartado, citamos a continuación las reglas tradicionales, las cuales son intuitivas, simples, transparentes y siguen siendo las más señaladas.

Cobertura de importaciones

Economías que dependen altamente de las exportaciones son las más vulnerables a paros repentinos en la entrada de capitales. Al exportar bienes y servicios ingresan dólares al mercado, los cuales son utilizados por los importadores, mediante la intermediación de las entidades financieras, para comprar productos del exterior. Un choque sobre las exportaciones de cualquier índole disminuiría la cantidad de dólares disponibles y por ende también para los importadores. En consecuencia, una sobredemanda de dólares causaría una depreciación de la moneda doméstica, por lo cual el Banco Central utilizaría sus reservas internacionales para proveer liquidez de dicha moneda y así disminuir la volatilidad en el tipo de cambio. Por lo tanto, una medida adecuada ha sido la de mantener niveles de reserva suficientes para cubrir como mínimo tres meses de importación.

Cobertura de deuda a corto plazo

Otra métrica tradicional es la cobertura de la deuda a corto plazo. La regla de Greenspan-Guidotti establece una necesidad del cien por ciento de la misma. Este sigue siendo el estándar más utilizado para las reservas de los mercados emergentes.

Cobertura del agregado monetario

Éxodos de capital pueden causar depreciaciones significativas de las monedas domésticas en los países emergentes. El ratio del agregado monetario intenta capturar este riesgo de fuga de capitales. En los países donde la demanda de dinero es estable y la confianza en la moneda nacional es alta, la demanda interna de dinero tiende a ser más grande y la $RIN/M2$, todo lo demás constante, relativamente pequeño. La métrica puede ser vista como una medida de la posible necesidad de apoyo a los bancos en una crisis o después de la misma, especialmente para aquellos países con una alta dolarización.

Cobertura de shock de commodities

Si bien este punto podría asociarse con la cobertura de importaciones, es relevante señalar que no sería lo mismo. Un *shock* de *commodities* puede darse por hechos que afectan tanto las exportaciones como las importaciones, pues está directamente relacionado al comercio exterior y podría producirse, por ejemplo, por un *shock* en los precios de los productos que pueden afectar el equilibrio macroeconómico, más aún para países donde la exportación de *commodities* constituye la fuente principal de riqueza y sustento del desarrollo económico. En estas

situaciones, las reservas son necesarias para respaldar y cubrir la falta de ingresos de divisas extranjeras como consecuencia de algún *shock* ya sea en las exportaciones como en las importaciones.

Aunque las reservas han sido importantes para mitigar los efectos de los choques externos sobre la economía, su acumulación podría ser onerosa y además se suman los rendimientos decrecientes. Por ello, otros marcos de gestión del riesgo soberano podrían ser implementados para reducir el uso y la dependencia de las reservas. Estos podrían ser: mantener niveles sostenibles de la deuda pública, políticas monetarias que logren una inflación baja, esquemas de tipo de cambio flotante que produce un precio de la divisa cercano al de equilibrio, y una supervisión eficaz que limita los riesgos contingentes del sector financiero. Estas medidas también ayudan a reducir la probabilidad de una crisis y el consecuente uso de las reservas.

Diseño del portafolio

En el ámbito financiero se conoce al portafolio como la distribución de inversiones en distintos activos con el objetivo de obtener el mejor rendimiento sobre el capital disponible. En el momento de conformar un conjunto de instrumentos financieros o portafolio se toman en cuenta diversos aspectos, como, por ejemplo, el universo de activos disponibles, y los riesgos inherentes de cada uno de los activos.

El universo de activos seleccionados depende en gran parte del objetivo que quiere conseguirse con cada portafolio. Otro punto a considerar es que estos instrumentos están correlacionados con la tolerancia al riesgo establecida por la alta gerencia de cada banco central.

Al buscar diversificar los instrumentos financieros, también se busca que no exista correlación entre estos, es decir, para lograr un portafolio óptimo, se busca tener instrumentos financieros que se compensen ante fluctuaciones a lo largo del tiempo: no sería conveniente que todo el capital disponible esté invertido en instrumentos que tienen tendencias similares. Lo beneficioso es buscar activos que a lo largo del tiempo se comporten de forma no correlacionada.

Un ejemplo de diversificación podría ser el del oro que se sigue teniendo como parte de las inversiones. ¿Por qué no todo? es una pregunta que puede surgir. A lo largo de los años, *en promedio*, el oro no ha tenido rendimientos muy atractivos. En los últimos 65 años, el rendimiento medio ha sido bajo, de solo el 0,55%. Sin embargo, durante las grandes crisis, su utilidad se incrementa por diversos factores. Uno puede ser la confianza en su valor, distinto a la confianza en bonos estatales que poseen mayor probabilidad de no pago en periodos difíciles. Es por

ello que siempre es importante mantener una porción de los activos en instrumentos que reaccionen de forma no correlacionada unos con otros. De esto se trata la diversificación, de tener invertido en distintos instrumentos que reaccionan de distinta manera a una situación económica, sea esta positiva o negativa.

Los administradores de reservas deben buscar el mayor rendimiento de los fondos, por la responsabilidad de administrar dinero de terceros, o, como se conoce por sus siglas en inglés, OPM (*other people's money*). Para los ciudadanos resulta imprescindible que sus aportes obtengan el mejor rendimiento posible dentro de los parámetros adecuados y dando cumplimiento al mandato de las máximas autoridades. Es una responsabilidad hasta moral obtener rentabilidad sobre los fondos soberanos para beneficio de la sociedad.

Algunos bancos centrales han invertido en instrumentos como bonos corporativos o de mercados emergentes y acciones para generar mayores retornos de sus reservas. En estos casos, las autoridades monetarias han sido más tolerantes a una mayor volatilidad en sus balances. Por lo general, portafolios de mayor liquidez siempre estarán compuestos por activos de menor riesgo-retorno, a diferencia de los portafolios de inversión de más largo plazo, cuyo perfil se adapta más a uno de mayor riesgo-retorno, maximizando en cada caso el objetivo para el cual fueron creados.

Una estrategia de inversión basada en plazos varía de acuerdo al propósito de cada portafolio. Así, el tamaño de cada tramo estará en función de la cantidad de liquidez necesaria para cubrir los requerimientos de los pasivos y eventuales intervenciones en el mercado financiero, y del exceso de liquidez disponible para invertir. La diversificación de portafolios por plazos varía de acuerdo con el análisis y preferencias de las autoridades monetarias. Dentro de este ámbito, la duración de los portafolios de corto plazo suele variar de entre 1 a 3 años, de 3 a 5 años para los de mediano plazo y de 5 a 30 años para portafolios de largo plazo.

Otra estrategia de diseño e implementación de los portafolios se basa en niveles de decisión. En la capa más alta de decisión se encuentra la *asignación estratégica de activos* (SAA¹ por sus siglas en inglés). A este nivel, que habitualmente corresponde a la alta gerencia, se define el perfil o apetito de riesgo, se incluyen la definición de los tipos de activos, el horizonte de inversión, los índices de referencia o *benchmarks* y el grado de desviación del índice o tolerancia al riesgo. De este modo, el SAA está más enfocado en una visión de largo plazo del portafolio.

En el siguiente nivel se encuentra la *asignación táctica de activos* (TAA² por sus siglas en inglés). Es un nivel intermedio entre los administradores de los portafolios y la alta gerencia y su objetivo es conseguir mejores retornos dentro de los lineamientos establecidos por el nivel superior. Esto se obtiene a través de una

1 *Strategic Asset Allocation.*

2 *Tactical Asset Allocation.*

administración activa del portafolio al desviarse del *benchmark* estratégico y mantener una visión más acertada del mercado, siempre dentro de los límites de tolerancia al riesgo establecido por la alta gerencia.

El otro nivel está conformado por los administradores de portafolio, quienes se encargan de la implementación del *benchmark* táctico y del monitoreo permanente de las posiciones que han sido tomadas.

Administración externa

La administración externa implica la gestión de portafolios por parte de administradores especializados. Cada vez son más los bancos centrales, instituciones multilaterales y fondos soberanos que utilizan esta alternativa de gestión, debido a una serie de razones dado el mayor grado de especialización de dichas instituciones en manejo de portafolios. A continuación se citan las principales razones.

Información

Una razón es la información. Si bien la administración de reservas parece ser fácilmente comparable entre bancos centrales, la realidad es distinta. Primero porque la administración de reservas no es compartida al público en general como medida de seguridad ante ataques especulativos contra el valor de la moneda doméstica. Esto ha ido cambiando considerablemente. Actualmente se busca transparentar su gestión, a pesar de ello, aún los datos resultan limitados.

Comparación

Se contratan administradores externos a fin proveer de un punto de comparación con el cual pueden medir su desempeño. Por ejemplo, muchos bancos centrales entregan un mandato al administrador externo el cual especifica los mismos objetivos, tipos de activos y tolerancia al riesgo que los utilizados por la institución. Al cabo de un cierto tiempo, generalmente en forma mensual, el administrador externo remite informes sobre el rendimiento del portafolio, el cual sirve a las autoridades para reconocer sus aciertos o errores en la administración de sus activos y de esta manera obtener una retroalimentación con miras a una administración más eficiente de los recursos.

Capacitación

Un administrador externo también proporciona una importante transferencia de conocimientos. Estos contratos por lo general están ligados a programas de

entrenamiento específicos en administración de portafolios, nuevas tecnologías adoptadas, todo esto a través de la realización de seminarios, talleres y charlas presenciales o a distancia.

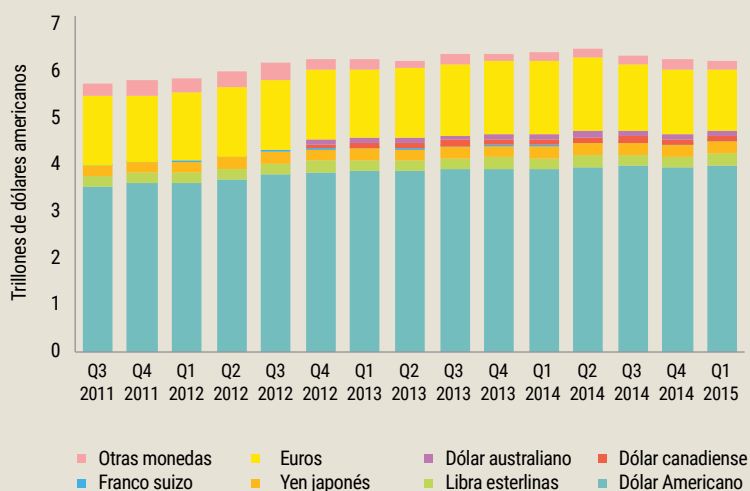
Ventaja comparativa

Se puede afirmar que los bancos centrales acuden a estas instituciones por las ventajas comparativas que ofrecen sus servicios. Por ejemplo, a la hora de analizar la incursión en nuevos tipos de instrumentos o nuevos mercados, cada institución analiza el costo en que incurrirían al contratar una mayor cantidad de personal y especializarlo en un campo definido.

Diversificación de portafolios

La diversificación de portafolios se ha vuelto una parte fundamental de la administración de reservas en la mayoría de los países. En este sentido, la diversificación de monedas ha sido una parte esencial del proceso.

Gráfico 2
Composición mundial y por moneda de las reservas oficiales internacionales



Fuentes: FMI, COFER.

La diversificación ha dado lugar a nuevas monedas que en el pasado no eran consideradas como activos de reserva, tales como el dólar canadiense, el dólar australiano y en algunos casos, la corona noruega, la corona sueca, el dólar neozelandés y el renmimbi chino. Estas economías no fueron afectadas en gran medida por la crisis financiera de los Estados Unidos y la crisis de deuda de la eurozona por lo que ayudaron a obtener mejores rendimientos y a reducir la exposición al riesgo de crédito.

Aun así, los argumentos en los cuales se basan los diferentes países varían de acuerdo a los objetivos que persigan, por lo que se pueden esperar diferentes motivos que guíen a una u otra asignación, así como también un enfoque diferente entre el grado de desarrollo de la economía y las preferencias de cada banco central.

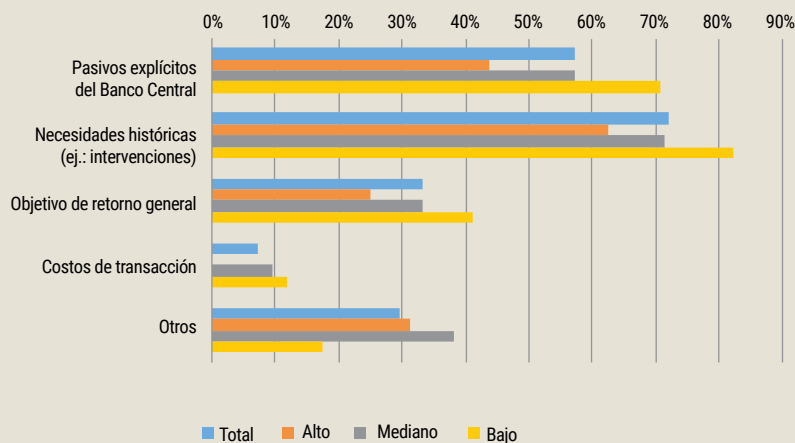
En referencia al grado de avance de la economía, la mayoría de los países de mayor desarrollo han mostrado mayor consideración a la profundidad y liquidez del activo subyacente y luego a la profundidad del mercado de divisas. Esta decisión se debe a las grandes posiciones y pocas reservas relativas al tamaño de estas economías, por lo que la liquidez de sus activos resulta prioritaria. Sin embargo, cuando se analiza a países de bajos ingresos, se suele apreciar que la composición de los pasivos, tanto del banco central como del gobierno central, y la composición del comercio son factores que afectan más a esta categoría específica, lo cual se debe a que estos países son más susceptibles a tener que defender el valor de sus monedas y a las salidas de capitales en comparación con países más desarrollados.

Adicionalmente, las diversas economías suelen adoptar la estrategia de invertir dentro de la canasta de monedas que compone el Derecho Especial de Giro (DEG), que es la moneda de reserva del FMI. Sin embargo, la inversión en monedas fuera de este conjunto, como son las de los mercados emergentes, sigue siendo objeto de análisis a fin de poder salvar ciertas desventajas como las dificultades operacionales a la hora de abrir cuentas bancarias o custodios, y la liquidez y profundidad de los respectivos mercados.

En el momento de diversificar un portafolio, lo usual ha sido la separación en tramos, como se había mencionado anteriormente. Esta separación de tramos obedece también a varios objetivos y consideraciones. Entre ellos, las necesidades históricas como las pasadas intervenciones y los pasivos explícitos de los bancos centrales resultan ser temas comunes a la hora de definir el tamaño de los portafolios. Este último es un tema más discutido entre países en vías de desarrollo que sus pares desarrollados, como se puede observar en el GRÁFICO 3.

Gráfico 3

Consideraciones para determinar el tamaño relativo de los portafolios

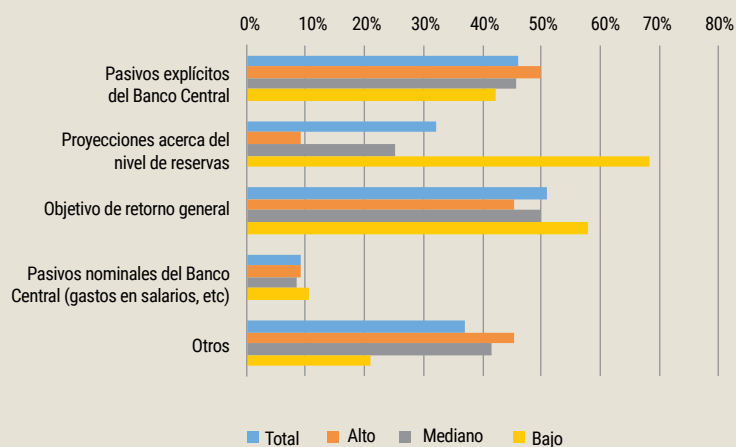


Fuente: Elaboración propia con encuesta del FMI.

Se puede observar en el GRÁFICO 4 que el retorno suele ser la principal consideración a la hora de diversificar por plazo y elegir las duraciones, lo cual puede llevar a prolongar las duraciones en periodos de bajas tasas de interés. Sin embargo, debe aclararse que este objetivo de retorno se refiere más bien a la búsqueda de rendimientos positivos a fin de preservar el capital del banco y, por lo tanto, apunta a una estrategia que minimice las probabilidades de obtener rendimientos negativos. Además, la proyección del nivel de reservas es un tema mucho más importante para países de bajos ingresos que para economías desarrolladas.

Gráfico 4

Consideraciones a la hora de determinar la duración objetivo del portafolio

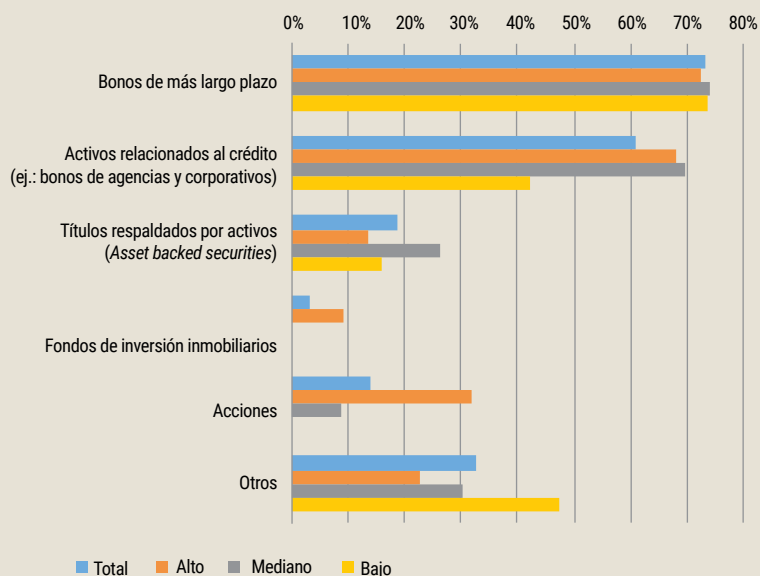


Fuente: Elaboración propia con encuesta del FMI.

Por último, también es importante considerar la diversificación por tipo de activos. Como se puede observar en el GRÁFICO 5, la tendencia de los últimos años para aumentar el rendimiento de los portafolios ha sido la inversión en bonos de más largo plazo y la inversión en bonos de agencias y corporativos como segunda opción. Adicionalmente, la inversión en acciones ha sido un fenómeno reciente y anteriormente no tomado en cuenta por los bancos centrales. El bajo rendimiento en instrumentos de renta fija durante los últimos años ha aumentado la popularidad de estos instrumentos de renta variable en los últimos años, al punto que varios países han empezado a rever los tipos de activos que se considerarían tradicionales de una banca central. Resulta importante señalar que la diversificación por tipo de activos también obedece a la preferencia que tiene cada banco central y al tamaño de su economía, por lo que se observan diferentes preferencias en torno a nuevas inversiones, principalmente en bonos de agencias y corporativos, acciones y otros tipos de activos no especificados en el análisis.

Gráfico 5

Tipos de activos actualmente invirtiendo para aumentar retornos



Fuente: Elaboración propia con encuesta del FMI.

Nuevas tendencias en administración de reservas

El considerable aumento de las reservas internacionales globales de USD 2,1 billones a USD 12,4 billones³ en un entorno de bajas tasas de interés a nivel mundial como consecuencia de la crisis financiera en los Estados Unidos, crisis de deuda en la zona euro y enfriamiento de la economía China en los últimos años, la administración de los recursos ha ido cambiando considerablemente. Durante gran parte de la década pasada, la administración de reservas fue conservadora, invirtiendo gran parte de los recursos disponibles en monedas de economías fuertes como el dólar americano, la libra esterlina, el euro y el yen japonés;⁴ e instrumentos de alta liquidez y seguridad como bonos soberanos, multinacionales y supranacionales con altas calificaciones de riesgo, por lo habitual entre AAA y AA+ por Standard & Poor's y similares.

³ World Development Indicators, World Data Bank, World Bank.

⁴ También conocidas por conformar la canasta de monedas de los Derechos Especiales de Giro, moneda de cuenta del FMI.

Sin embargo, en los últimos años se ha abierto la posibilidad de explorar nuevas opciones como bonos de mercados emergentes, depósitos en bancos comerciales, bonos corporativos de grado de inversión, acciones, títulos respaldados por hipotecas y otros activos, fondos negociados en bolsa (ETFs), productos estructurados y bonos indexados contra inflación. La utilización de cada uno de estos instrumentos varía de acuerdo con las condiciones imperantes de mercado. Por ejemplo, los bonos indexados o TIPS⁵ han tenido un bajo rendimiento debido a la baja tasa de inflación en el mercado global, especialmente en Estados Unidos y la eurozona. Adicionalmente, fondos de oro negociados en bolsa (ETFs) han reportado rendimientos negativos debido a la pérdida de valor del oro en la actualidad.

Otra tendencia es la creciente utilización de índices de referencia o *benchmarks* internos debido a que los índices externos típicamente utilizados no brindan un retorno aceptado por las autoridades o no parecen adaptarse a una necesidad creciente de invertir en nuevos mercados financieros. Por lo tanto, una reacción habitual de estos administradores es utilizar un híbrido de índices disponibles en el mercado, el cual pueda reflejar con mayor exactitud la nueva composición de activos que quiere mantenerse en relación con el rendimiento objetivo o los lineamientos de riesgo aprobados.

Los administradores de reserva siguen los mismos lineamientos en relación con los excesos de reserva y las reservas requeridas. Sin embargo, durante el último año, ha crecido el interés por ofrecer un diferente enfoque sobre los excesos de fondos, ampliando la cantidad de tramos, como se ha mencionado anteriormente, y así obtener mejores retornos. Además de un aumento de tramos, algunas encuestas demuestran que los bancos centrales han sido menos conservadores en diferentes aspectos administrativos, como la mayor tolerancia a la exposición al crédito, mayor pasividad a instrumentos menos líquidos y a duración de portafolios y mayor flexibilidad en sus normativas de inversión, así como a la hora de buscar nuevas oportunidades de inversión.

Por último, a medida que muchos bancos centrales han reportado excesos de reserva y una consecuente búsqueda de mayores rendimientos a través de una mayor diversidad en activos y exposición al crédito, una adecuada administración de riesgos ha ido refinando su capacidad de identificar situaciones que podrían poner en peligro los recursos invertidos. Entre las medidas adoptadas para mitigar los riesgos, se priorizó la rigurosidad en el momento de definir la asignación estratégica de activos, se han aplicado pruebas de *stress* y se ha mejorado considerablemente el análisis cuantitativo, pasando de controles anteriormente centrados en la duración a técnicas más complejas, como valor en riesgo (VaR), error de réplica o *tracking error*, *back testing* y análisis de sensibilidad (Borio et al, 2008). Estas técnicas han ido implementándose aún más después de la crisis financiera del 2008 en medición de riesgos. La reacción más habitual por los administradores de reserva (Morahan and Mulder, 2013), han sido implementados, principalmente, por economías de bajos ingresos al encontrarse técnicamente más rezagadas que sus contrapartes más desarrolladas.

5 *Treasury Inflation Protected Securities.*

Análisis de diversificación de carteras de inversión

Para evaluar algunas implicancias de la diversificación, se han diseñado diferentes curvas de frontera eficiente que incluyen distintas clases de activos. El objetivo del ejercicio fue comprobar que, al incluir activos con volatilidad alta (riesgo) y alto retorno en un portafolio dado, se puede lograr que, en conjunto, el portafolio sea al menos igual de riesgoso como el inicial pero, al mismo tiempo, otorgue un mayor retorno.

Con fines comparativos, se han computado las volatilidades y los retornos mensuales que se observaron en el periodo comprendido entre enero de 1990 y julio de 2015, los cuales se detallan a continuación.

Tabla 1
Frontera de inversiones

				Activo	Volatilidad	Retorno esperado
FRONTERA 4	FRONTERA 3	FRONTERA 2	FRONTERA 1	UST 3M	0,21%	0,27%
				UST 1Yr	0,27%	0,29%
				UST 5Yr	1,26%	0,47%
				UST 10Yr	2,09%	0,53%
				UST 30Yr	3,62%	0,67%
		XAU	4,48%	0,45%		
		S & P 500	3,60%	0,59%		
		Wilshire index	3,77%	0,77%		
		BofA Merrill Lynch US High Yield Index	2,47%	0,71%		
		BofA Merrill Lynch US Corp AA Total Return Index	1,16%	0,54%		
	EMBI	9,60%	-0,10%			
	Soy Oil	5,45%	0,17%			
	Corn	6,62%	0,17%			
	COTTON	6,89%	-0,01%			
	Live Cattle	3,67%	0,21%			
	Rice	6,65%	0,14%			
	Soy	5,70%	0,19%			
	Sugar	7,79%	-0,06%			
	Harina de soja	6,35%	0,24%			
	Wheat	6,83%	0,10%			
AUDUSD	2,67%	-0,02%				
WTI	8,41%	0,26%				
BRENT	8,38%	0,34%				

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

Volatilidad y retornos mensuales esperados

En el estudio, se han determinado cuatro posibles combinaciones: la primera es una combinación de activos de renta fija (bonos del gobierno norteamericano); a la segunda se le añaden proporciones de oro; a la tercera, índices accionarios y bonos corporativos, y a la cuarta combinación se agrega materia prima (soja, algodón, carne, etc.).

En el primer caso, se ha escogido una combinación de activos libres de riesgo: bonos del Tesoro norteamericano. Se ha tomado un portafolio con una combinación de 63,12% de colocaciones a corto plazo (vencimientos de entre 3 meses y 1 año) y 36,88% a mediano plazo (vencimiento de 5 años). Esta proporción refleja la composición típica actual de reservas internacionales, con un tramo que sirve a las necesidades de corto plazo. Un portafolio como este logra una volatilidad de 2,01% anual y un retorno de 4,41% anual.

Ahora bien, ¿es posible que un activo de alta volatilidad y retorno anual disminuya el riesgo y aumente el retorno? El ejercicio muestra que al redistribuir las proporciones de la combinación inicial para dar lugar a una pequeña inversión en oro, el portafolio pasa a reflejar una volatilidad anual de 2,00% y retorno anual de 4,41%, con una volatilidad ligeramente menor al primer caso. En este caso, la incorporación del *commodity* no aporta grandes beneficios en términos de riesgo-retorno, pero es de esperar que sí haya mayores diferencias a medida que se aumente el tamaño de la muestra.

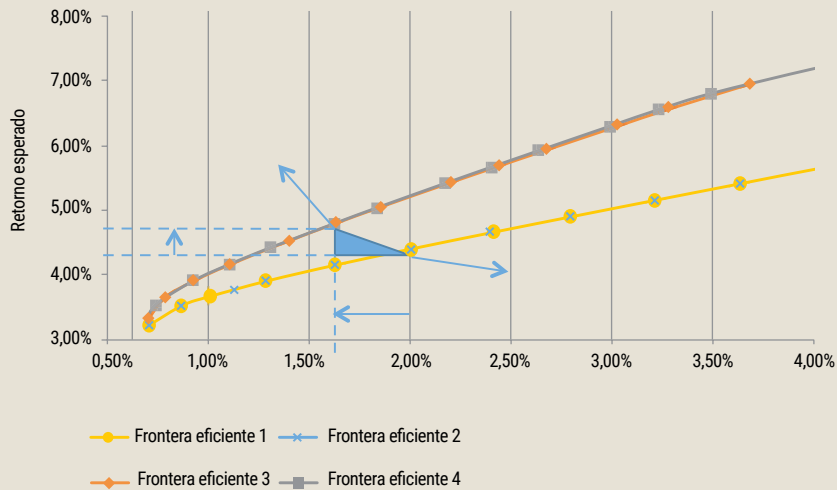
En un tercer caso, ¿qué ocurriría si se agregara al segundo portafolio índices accionarios y bonos corporativos al portafolio de bonos y oro? La redistribución del portafolio anterior muestra que incluyendo estos tipos de activos, el portafolio puede tener una volatilidad de 1,63% y un retorno de 4,79%, mostrando ya más claramente una baja en la volatilidad del portafolio y un aumento del retorno. Así, la incorporación de más activos considerados de mayor riesgo disminuye la volatilidad de portafolio y al mismo tiempo ayuda a la generación de mayores retornos.

Por último, ¿cuáles serían las implicancias de agregar materias primas como soja, algodón petróleo, entre otros? Al agregar estos tipos de activos, se puede observar que la volatilidad del portafolio se mantuvo constante en 1,63% anual, pero con un ligero aumento en el retorno a 4,80%. La inclusión de activos aumenta marginalmente el rendimiento, pero el ratio de Sharpe, que indica el exceso de retorno por unidad de riesgo, indica que esta última combinación resulta mucho más eficiente por cada unidad de riesgo tomada que todas las combinaciones anteriores.

Por lo tanto, este simple ejercicio demuestra que la diversificación resulta ser beneficiosa para la conformación de portafolios de inversión. Así mismo, el ejemplo

logra aumentar el retorno y reducir el riesgo con activos que, observándolos individualmente, no son buenas opciones de inversión pero su utilización conjunta puede generar grandes beneficios al inversor.

Gráfico 6
Diversificación de inversiones



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

Combinaciones de activos (valores anualizados)

Sin embargo, a pesar de los beneficios anteriormente citados, solo algunos bancos centrales invierten en ciertos activos como índices accionarios, bonos corporativos y materia prima. ¿Qué impide que la diversificación en estos activos se vuelva generalizada? Quizá porque uno de los objetivos principales de los bancos centrales es la seguridad del capital, lo cual hace que los mismos sean adversos a este tipo de activos.

En este ejercicio, se partió de una combinación de activos base para ir incluyendo activos riesgosos. Cada combinación tiene un componente que no se ha examinado: el valor en riesgo (*Value at Risk* o VaR, en inglés).

El VaR es una métrica que mide la probabilidad de que haya eventos negativos extremos, es decir, las pérdidas dado un nivel de confianza (generalmente 95%). Otra métrica importante es el CVaR, que mide cuál sería el promedio de las pérdidas una vez pasado el límite máximo calculado en el VaR.

El beneficio de la diversificación también puede ser observado con el VaR y CVaR. Por ejemplo, el portafolio elegido inicialmente daba un VaR95 de -1,85% y un CVaR95 de -2,81%. Con la diversificación de 23 activos el VaR95 disminuye a -1,08% mientras que el CVaR baja a 2,38%. Es decir, si se hubiera tenido un portafolio como el de 23 activos desde 1990 hasta 2015, se hubiera tenido un 95% de probabilidad de que en un año dado se tuviera una pérdida de -1,08% del portafolio. En el caso de superarse estas pérdidas, el valor promedio de las mismas hubiera sido de -2,38%.

Pero ¿cómo se determina cuál es el nivel de pérdidas tolerable? Las buenas prácticas del gobierno corporativo dictan que el nivel aceptable de pérdidas es una decisión institucional tomada por el directorio de cada institución y depende de cuánta tolerancia al riesgo tenga la administración. Aquí también entra en juego un factor determinante en la sofisticación de la administración de reservas: la capacitación en todos los niveles, es decir, desde los órganos directivos hasta los de ejecución y control.

Conclusiones

En este capítulo se ha mencionado la importancia que cumplen las reservas de un país, se han expuesto los principales objetivos, se han analizado distintas prácticas de inversiones, se ha comentado sobre la diversificación y sus estrategias, la composición de las mismas y se ha hecho un ejercicio de inversión. Sobre las reservas se puede profundizar, pero se ha buscado sintetizar de la mejor forma posible los principales aspectos que hacen a las reservas internacionales.

A pesar de la clara preponderancia de las reservas para un país, todavía no son consideradas en su real dimensión, no se les brinda la atención suficiente en época de equilibrio económico y tampoco son valoradas en períodos de crisis. En los buenos tiempos, las mismas otorgan a un país el respaldo necesario para mantener estable y sólida la moneda local, y evitar que las variaciones bruscas de monedas extranjeras generen un mayor impacto en la economía. En tiempos difíciles, brindan el respaldo suficiente para consolidar políticas contracíclicas que buscarán volver a un punto de equilibrio razonable. Una analogía que se podría hacer con las reservas sería con la importancia que tienen las Fuerzas Armadas para una nación, que en tiempos de paz no son percibidas como importantes y

hasta se las tilda de innecesarias, pero, ante cualquier peligro de conflicto bélico, se valora su existencia.

Finalmente, conviene reiterar que las reservas internacionales deben ser administradas de forma eficiente, y cumpliendo con objetivos de la administración de reservas, la seguridad del capital, la liquidez y la rentabilidad. Pero se debe recordar que estas variables poseen similar grado de jerarquía: en el apartado de análisis de diversificación de portafolio se ha realizado un ejercicio para demostrar que es posible combinar diversos instrumentos con distintos grados de riesgos y obtener mejor rendimiento. Obtener rendimientos positivos de las reservas es un compromiso hasta moral por parte de sus administradores y, como se señaló antes, la buena gestión de las inversiones beneficia a la sociedad, porque ayuda a dar cumplimiento al objetivo fundamental de todo Estado que consiste en buscar el bienestar de sus habitantes.

Bibliografía

- BORIO, C. et al (2008). FX reserve management: trend and challenges. BIS Papers, N° 40.
- JEANNE, O., Ranciére, R. (2006). The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries. IMF Working Paper WP/06/229. Washington: Fondo Monetario Internacional.
- MORAHAN, A., Mulder, C. (2013). *Survey of Reserve Managers: Lessons from the crisis*. IMF Working Paper. WP/13/99. Washington: Fondo Monetario Internacional.

Los autores



Carlos Carvalho 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.



Pedro Daniel Correa Ramírez

Máster en Economía y PhD (c) en Economía Aplicada por la Universidad de Auburn, Estados Unidos y Economista egresado de la Universidad Nacional de Asunción. Fue Economista Jefe en Investor Economía S.A., consultor del Banco Interamericano de Desarrollo (2006-2007), Director de Política Fiscal del Ministerio de Hacienda y miembro del Equipo Económico de Transición del Gobierno electo, encargado del diseño del Plan Económico-Fiscal. Viceministro de la Subsecretaría de Economía del Ministerio de Hacienda desde agosto de 2013 hasta febrero de 2016.



Jorge Raúl Corvalán Mendoza

Máster en Política Económica por la Universidad de Illinois en Urbana-Champaign y Economista por la Universidad Nacional de Asunción. Fue Director del Departamento de Economía Internacional del Banco Central del Paraguay, Director General del Gabinete Técnico del Ministro de Industria y Comercio, y consultor para el Banco Mundial. Entre 2008 y 2013, fue Presidente del Banco Central del Paraguay. Desde octubre de 2013, es Asesor del Director Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional.



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.



Roland Holst Weninger

Doctor en Políticas Públicas por la Universidad de Chicago, Máster en Economía por la Universidad Católica de Asunción e Ingeniero Agrónomo y Economista por la Universidad Nacional de Asunción. También cuenta con la acreditación FRM (Gerente de Riesgo Financiero). Fue Director General de la Bolsa de Valores de Asunción y oficial jefe de inversiones de la firma Garantía. También se desempeñó como analista cuantitativo en StarMine Corp y Jefe de Investigaciones de Renta Fija de State Street Global Markets en Boston. Es miembro del directorio del Banco Central del Paraguay desde 2012, y del directorio del Banco Comercial Latinoamericano, desde abril de 2014.



José Aníbal Insfrán Pelozo

PhD en Economía y M.S. en Finanzas por la Universidad de Illinois en Urbana-Champaign, Especialista en Macroeconomía Aplicada por la Pontificia Universidad Católica de Chile y Economista por la Universidad Nacional de Asunción. Se desempeñó como Director de Estudios Monetarios y Financieros del Banco Central del Paraguay, Director del Programa de Reforma de Banca Pública y Miembro del Directorio de la Agencia Financiera de Desarrollo. Actualmente es Director Titular de BANCOP S.A., Director Suplente de la Bolsa de Valores y Productos de Asunción, Presidente de Alcousinas Iturbe S.A., Presidente de Servicios Integrales para la Producción S.A. y Vicepresidente de Capital Markets Casa de Bolsa S.A.



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 del Directorio del BCP.



Santiago Peña Palacios

Máster en Administración Pública por la Universidad Columbia, Estados Unidos y Economista por la Universidad Católica de Asunción. Economista en el Banco Central del Paraguay; Economista del Fondo Monetario Internacional, miembro del equipo encargado del monitoreo de los países de África, y miembro del Directorio del BCP de 2012 a 2015. Es Ministro de Hacienda desde enero de 2015.



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.

