



TETÁ VIRU
MOHENDAPY
Motenondeha

Ministerio de
HACIENDA

TETÁ REKUÁI
GOBIERNO NACIONAL

*Paraguay
de la gente*

LINEAMIENTOS ESTRATÉGICOS DE MEDIANO PLAZO PARA LA GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

2021-2025



DIRECCIÓN DE POLÍTICA DE ENDEUDAMIENTO
SUBSECRETARÍA DE ESTADO DE ECONOMÍA
MINISTERIO DE HACIENDA



Ministerio de HACIENDA

TETĀ VIRU MOHENDAPY

Motenondeha

Ministro de Hacienda

Oscar Llamosas

Viceministro de Economía

Iván Haas

Directora de Política de Endeudamiento

Ana Osorio

Coordinador de Estrategia en Endeudamiento

Hugo Arce

Jefa del Departamento de Instrumentos Financieros

Pamela Paredes

Equipo Técnico

Rodrigo Lovera

Laura Martinez

Patricia Vera

Cynthia Talavera

Joel Pereira

Participaron en la elaboración de este documento:

La Dirección de Política Macrofiscal de la Subsecretaría de Economía

Banco Mundial



INDICE

ABREVIATURAS	5
RESUMEN EJECUTIVO	6
INTRODUCCIÓN	9
I. OBJETIVO Y ALCANCE DE LA ESTRATEGIA DE LA DEUDA PÚBLICA	10
1.1 Objetivo de la Estrategia de Deuda Pública.....	10
1.2 Alcance de la estrategia de la deuda pública	11
1.3 Revisión de la Política de Endeudamiento Público.....	12
II. ENTORNO MACROECONÓMICO 2021-2025	12
2.1 Contexto Macroeconómico	12
2.2 Principales Riesgos de la Macroeconomía	15
2.3 Deuda de la Administración Descentralizada y otros pasivos contingentes	16
III. ANTECEDENTES Y DIAGNÓSTICO DE LA DEUDA PÚBLICA	19
3.1 Evolución de la Deuda del Sector Público Total	19
3.2 Características y costos de la deuda vigente	21
3.3. Impacto del COVID-19 en las estrategias de financiamiento.	23
a. Escenario del año 2019 y de la etapa pre COVID-19.....	23
b. Paquete de estímulo fiscal frente al COVID-19	23
c. Establecimiento del Techo de la Deuda Pública para Paraguay	24
3.4 Riesgos de la deuda existente	25
3.5 Acciones para la Mitigación de Riesgos Inherentes a la Deuda Pública	30
3.5.1 Fijación de Tasas de Interés.....	30
3.5.2. Operaciones de Administración de Pasivos.....	31
3.7. Evolución de la Calificación crediticia y perspectivas.....	32
3.7.1. Perspectiva crediticia del Paraguay	32
IV. FUENTES DE FINANCIAMIENTO	36



4.1	Financiamiento Externo.....	36
4.1.1	Bonos Soberanos.	36
a.	Evolución de la curva de rendimientos de USD de Paraguay.	36
4.1.2.	Préstamos Externos	38
4.2	Financiamiento Interno: Mercado Doméstico.	39
4.2.1	Mercado primario.....	39
4.2.2	Base de Inversionistas.....	40
4.2.3	Evolución de Condiciones Financieras. Periodo 2006-2020	41
V.	ESTRATEGIA DE LA DEUDA PÚBLICA 2021-2025	45
5.1	Lineamientos y Referencias Estratégicas para la Gestión de la Deuda Pública 2021-2025	45
5.2	Definiciones y metodología	45
5.3	Resultados obtenidos.	46
5.4	Medidas para el desarrollo del mercado domestico	49
5.5	Escenarios de Shocks para la Estrategia de Endeudamiento	50
VI.	ANEXO	53
6.1	CONDICIONES FINANCIERAS – ORGANISMOS INTERNACIONALES AL SEGUNDO TRIMESTRE DEL 2021	53
6.2	CONDICIONES FINANCIERAS – BONOS INTERNACIONALES.....	55



ABREVIATURAS

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



RESUMEN EJECUTIVO

Para satisfacer las necesidades de financiamiento, un gestor de deuda dispone de diferentes alternativas que deben ser consideradas en la toma de decisión sobre los instrumentos de financiamiento con los cuales puede financiarse. En ese sentido, una estrategia de deuda de mediano plazo presenta un conjunto de acciones sobre el portafolio de deuda pública de un país, que busca en un periodo de tiempo, alcanzar unos objetivos determinados en materia de costo y riesgo.

Las necesidades de financiamiento para inversiones públicas siguen siendo significativas, es en ese marco que el Gobierno está llevando a cabo un plan de inversiones que necesariamente debe ir acompañado de un plan de financiamiento adecuado a las características propias del país, principalmente en lo referente al acceso a recursos de diferentes fuentes y con distintas condiciones. Además, el contexto económico adverso generado por la pandemia del COVID-19 ha causado un impacto en el nivel de endeudamiento del país, por lo que, resulta sumamente necesario reencausar el crecimiento del nivel de endeudamiento a los niveles observados en el periodo pre-pandémico de manera a garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo.

Es por ello que, en cumplimiento a las recomendaciones de actualizar periódicamente la Estrategia de Endeudamiento del país, el Ministerio de Hacienda se ha abocado a la actualización de la estrategia de endeudamiento de mediano plazo, para el periodo 2021-2025.

En ese sentido, la metodología para establecer la estrategia partió de una estimación de necesidades de financiamiento en el marco del Plan de Convergencia Fiscal de mediano plazo, con el cual se busca retornar al límite de déficit fiscal establecido por la Ley de Responsabilidad Fiscal, bajo determinados escenarios macroeconómicos proyectados; y se clasificó a los riesgos inherentes de la deuda pública en tres categorías:

i) Riesgo de tasa de interés: el stock de deuda pública se expone más a este riesgo a medida que la cartera de deuda en su conjunto posea mayor proporción de deuda sujeta a tasa variable o exista deuda de corto plazo que va a vencer y que tendrá que ser refinanciada. Esto es considerado como un riesgo ya que al poseer mayor proporción de deuda a tasa variable se aporta mayor cuota de incertidumbre en el mediano plazo respecto a los intereses que el Gobierno debe abonar en concepto de deuda pública. La situación opuesta es cuando el stock de deuda posee mayor proporción de operaciones vinculadas a tasas fijas, bajo este escenario se tiene una mayor previsibilidad a futuro de cuanto serán los montos a pagar en concepto de intereses en el mediano plazo.



Al cierre del 2020 el stock de la deuda pública de la Administración Central muestra que un 70,2% de las operaciones fueron a tasa fija, mientras que un 29,8% fueron a tasa variable. En líneas generales este riesgo actualmente no es muy significativo para la deuda, sin embargo, se hace importante poder delinear estrategias a futuro de manera a que se lo mantenga bajo control.

ii) Riesgo de Refinanciamiento: se refiere a la concentración de vencimientos en el corto plazo que pueden generar dificultades o imposibilitar la realización el rollover de la deuda. Este riesgo en particular hace mención a posibles dificultades que el Estado pueda tener para obtener los recursos necesarios para hacer frente a estos compromisos, por ejemplo, el cierre de los mercados internacionales ante situaciones extremas que puedan presentarse y afectar la confianza de los inversionistas. La estrategia de endeudamiento busca poder delinear mecanismos que puedan reducir este riesgo al mínimo.

iii) Riesgo de Moneda: se refiere a la situación donde el stock de deuda pública, en mayor proporción, se encuentra contraída en moneda extranjera, por lo cual la exposición a la variación del tipo de cambio es elevada. Si el tipo de cambio se deprecia en algún año determinado, el riesgo se materializa en que la probabilidad de que el Gobierno tenga que pagar más dinero en concepto del servicio de la deuda aumente y que el stock de la deuda aumente. Esta situación se daría si el tipo de cambio es elevado y el gobierno solo dispone de ingresos en guaraníes y la mayoría de los pagos del servicio de la deuda son denominados en moneda extranjera.

Se puede decir que la deuda está más expuesta al riesgo de tipo cambiario, puesto que 95,5% de la deuda se encuentra en moneda extranjera. Esto significa que la deuda es vulnerable a los shocks cambiarios que puedan llegar a producirse en la economía. Si bien parte de este riesgo cambiario es mitigado gracias a los ingresos en moneda extranjera provenientes de las hidroeléctricas Itaipú y Yacyretá, los cuales representaban alrededor del 5% de los ingresos totales en el año 2020, el gobierno se encuentra considerando nuevas estrategias que ayuden a mitigar este riesgo aún más, como, por ejemplo: mayor desarrollo del mercado interno de capitales, mayor volumen de títulos de deuda emitidos en moneda local y desdolarización de parte de la cartera de préstamos.



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

Exposición de Riesgos	Indicadores	Nivel Actual (2020)	Metas Referenciales
Riesgo cambiario	% de deuda en moneda extranjera	95,5%	90% ± 3%
Riesgo de refinanciamiento	ATM Deuda Interna (años)	4,7	8-10
	Deuda a vencer en 3 años (porcentaje del total)	16,2%	≤25
Riesgo de tasas de interés	Deuda que se refija a 1 año (% del total)	32,8%	≤35

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

Riesgo cambiario

- % de la Deuda en moneda extranjera: se refiere al porcentaje de la Deuda Total que se encuentre denominada en una moneda distinta al guaraní.

Riesgo de Refinanciación

- ATM Deuda Interna (años): se refiere al tiempo promedio de vencimiento (ATM por sus siglas en ingles) de la deuda interna, medido en años.
- Refinanciamiento de la deuda en 3 años (porcentaje del total): se refiere a cuanto por ciento del total de la deuda vence en los próximos 3 años.

Riesgo de tasas de interés

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



INTRODUCCIÓN

El presente documento tiene como objetivo presentar los Lineamientos Estratégicos de la Gestión de la Deuda para la Política de Endeudamiento del Paraguay, en el mediano plazo (2021-2025).

Las necesidades de financiamiento para inversiones públicas siguen siendo significativas, es en ese marco que el Gobierno está llevando a cabo un plan de inversiones que necesariamente debe ir acompañado de un plan de financiamiento adecuado a las características propias del país, principalmente en lo referente al acceso a recursos de diferentes fuentes y con distintas condiciones. Además, el contexto económico adverso generado por la pandemia del COVID-19 ha causado un impacto en el nivel de endeudamiento del país, por lo que, resulta sumamente necesario reencausar el crecimiento del nivel de endeudamiento a los niveles observados en el periodo pre-pandémico, de manera a garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo.

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

- I. Obtener los recursos necesarios para cubrir las necesidades de financiamientos con los costos más bajos posibles, y
- II. Mantener los riesgos del manejo de la deuda en niveles aceptables para el País.

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

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

Este documento establece los lineamientos de la estrategia de endeudamiento de mediano plazo (2021 – 2025), con base en una estimación de necesidades de financiamiento ajustadas al cumplimiento de la Ley de Responsabilidad Fiscal¹, bajo determinados escenarios macroeconómicos proyectados y teniendo en cuenta los riesgos inherentes al manejo de la deuda pública.

El documento se estructura en cinco apartados:

- ✓ Objetivo y alcance de la estrategia
- ✓ Entorno macroeconómico de mediano plazo, para el periodo 2021 - 2025
- ✓ Antecedentes y diagnóstico de la deuda pública
- ✓ Fuentes de financiamiento
- ✓ Estrategia de la deuda pública 2021 – 2025

¹ Ley de Responsabilidad Fiscal en su artículo 7^{mo} expresa: "...1. El déficit anual de la Administración Central incluidas las transferencias, no será mayor que el 1,5% (uno coma cinco por ciento) del Producto Interno Bruto (PIB) estimado para dicho año fiscal....",

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

1.1 Objetivo de la Estrategia de Deuda Pública

El objetivo de la estrategia de deuda pública es disponer de un plan viable para obtener recursos que hagan frente a las necesidades de financiamiento de la República, en las condiciones de costos más favorables a mediano plazo y enmarcados en riesgos controlables, en cumplimiento estricto a lo establecido en la Ley de Responsabilidad y al plan de convergencia establecido en el mismo.

Para satisfacer las necesidades de financiamiento, un gestor de deuda dispone de diferentes alternativas que deben ser consideradas en la toma de decisión sobre los instrumentos de financiamiento con los cuales puede financiarse. En ese sentido, una estrategia de deuda de mediano plazo presenta un conjunto de acciones sobre el portafolio de deuda pública de un país, que busca en un periodo de tiempo, alcanzar unos objetivos determinados en materia de costo y riesgo.

Para todo país, la finalidad de la estrategia de deuda es buscar la combinación eficiente de instrumentos de financiamientos, con base en la situación actual de la cartera crediticia de un país, dentro de la cual, el Gobierno busca realizar acciones de manejo eficiente de la deuda pública. Desde la última década se ha venido trabajando en alcanzar una buena estructura en los principales indicadores de deuda y en las herramientas legales, con el fin de mitigar los riesgos que la Nación pueda tener en el proceso de obtención de dentro de una adecuada diversificación de fuentes.

En este sentido, el Gobierno ha trabajado en los últimos años en las herramientas legales; es por ello que, en noviembre del 2020, se aprobó la Ley N° 6680/2020 que “modifica y amplía la ley N° 5097/2013 “que dispone medidas de modernización de la administración financiera del estado y establece el régimen de cuenta única y de los títulos de deuda del tesoro público”, y establece disposiciones legales complementarias para la administración de la deuda pública” cuyo objetivo es el de mantener una gestión prudente y contribuir al mejoramiento del perfil de la deuda pública. A este efecto, podrán realizarse todas aquellas operaciones generalmente aceptadas o empleadas en la práctica internacional para la administración de la deuda pública, incluyendo, sin limitación, operaciones de rescate, recompra, intercambio, canje, renegociación, conversión, sustitución, reestructuración, operaciones para mitigar riesgos de fluctuación de monedas extranjeras así como para mitigar riesgos relacionados a tasas de interés y todas aquellas operaciones de similar naturaleza vinculadas con los Títulos de Deuda del Tesoro Público; todo con el fin de mitigar los riesgos generados de los procesos y compromisos de la captación de deuda en sus diferentes modalidades.

Dentro del contexto de incertidumbre a nivel mundial como consecuencia de la pandemia causada por el COVID-19, existe un antes y un después en las estrategias adoptadas, cuyo enfoque pasó de ser el de impulsar el desarrollo del mercado interno a gestionar recursos para mitigar los efectos negativos generados por la pandemia y pos-pandemia. Es por esto que la estructura adecuada de la cartera deuda toma relevancia puesto que, como fue verificado a lo largo del año 2020, estos

shocks externos afectaron la economía de diferentes maneras: disminuyendo directamente la producción, generando trastornos en las cadenas de suministros y en el mercado, además, del impacto financiero en las empresas y en los mercados financieros. Para los Gobiernos, estos eventos imprevistos incrementan la posibilidad de que los riesgos se materialicen.

En escenarios extraordinarios como el actual, gestionar de forma adecuada la deuda puede ser complejo por la incertidumbre que se presenta tanto a nivel local como internacional, hecho que limita el acceso al mercado y propicia riesgos de refinanciamiento. Es por esto que resulta sumamente importante mantener una estrategia que permita mejorar el acceso a recursos de forma más eficiente.

1.2 Alcance de la estrategia de la deuda pública

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

En la siguiente tabla se observa la composición de la deuda pública al cierre del año 2020. Sin embargo, es importante aclarar que el alcance de la presente estrategia corresponde a la Administración Central, la cual representa a la deuda exclusivamente a cargo del Ministerio de Hacienda. No obstante, si bien la Deuda de la Administración Descentralizada no es considerada dentro de esta estrategia, la misma es monitoreada y registrada periódicamente dentro de las Estadísticas de la Deuda Pública. Dentro del presente documento, la misma es tratada en un apartado adicional.

Tabla 1 Deuda Pública por Institución Pagadora al 31 de diciembre de 2020

	Administración Central			Administración Descentralizada			Sector Público Total		
	Miles de millones de PYG	Millones de USD	%	Miles de millones PYG	Millones de USD	%	Miles de millones PYG	Millones de USD	%
Deuda Externa	66.429	9.627	95,0%	5.942	861	58,3%	72.372	10.488	90,3%
Deuda Interna	3.484	505	5,0%	4.250	616	41,7%	7.734	1.121	9,7%
Total	69.913	10.132	87,3%	10.192	1.477	12,1%	80.105	11.609	100,0%

Fuente: Elaboración propia con datos del SICO y SIGADE de cierre al 31-12-20.

*Se excluye la Deuda con el BCP estipulada en el Decreto 10253/12, en el marco de la Ley N° 3974/10 De Capitalización del BCP, lo cual representa 1.6% del PIB. A su vez, también se excluye los bonos para capitalizar al Fondo de Garantía de Depósitos (FGD), lo que representa 0,1% del PIB

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

TC: a diciembre 2020 G./USD 6900,11

Otros aspectos a resaltar, es que dentro del análisis no se tienen en cuenta: los bonos del Tesoro emitidos para capitalizar al Fondo de Garantía de Depósitos (FGD), ateniendo que los mismos tienen el objetivo de capitalizar al Fondo y no generan intereses. Del mismo modo su redención es contingente



a las necesidades del Fondo.² También se excluye de la estrategia el bono perpetuo con el Banco Central, ya que no implica necesidad de financiamiento futura para la administración central³.

1.3 Revisión de la Política de Endeudamiento Público

Los lineamientos estratégicos descritos se revisarán por lo menos cada dos años o con mayor frecuencia si las circunstancias lo ameritan. Estos lineamientos podrán sufrir modificaciones ante cambios en las Políticas del Gobierno y/o en las condiciones de mercado o en la coyuntura macroeconómica.

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

II. ENTORNO MACROECONÓMICO 2021-2025

2.1 Contexto Macroeconómico

Durante el 2019, la economía paraguaya enfrentó diversos shocks internos y externos que derivaron en una ralentización económica que se prolongó hasta el primer semestre del año. Tanto los shocks de oferta asociados al clima como la caída en los precios de los commodities y una coyuntura regional más vulnerable, afectaron a la demanda interna, ocasionando la caída de varios sectores económicos e impactando en las cuentas fiscales. Tal es así que, el año 2019 cerró con una leve caída del -0,4%, en el que la expansión del sector servicios del 2,5%, ayudó a atenuar los efectos de las caídas en los sectores primario (-3,1%) y secundario (-3,0%).

En el año 2020, con la llegada del Covid-19 al país, a principios del mes de marzo, se empezaron a establecer medidas de salubridad que involucraron inicialmente la suspensión de eventos y espectáculos públicos de masiva concurrencia, y más adelante, a partir del 20 de marzo, la suspensión total de actividades, impactando en la economía mediante shocks de oferta y de demanda que se sumaron a una economía regional debilitada y a altos costos de financiamiento.

En esta nueva coyuntura de restricciones a la actividad económica, los datos del PIB del segundo trimestre del año reflejaron los meses más duros de la pandemia, con una caída del -6,7% i.a. Desde el enfoque de la oferta, incidieron en forma negativa el comportamiento de los servicios, la industria y la electricidad/agua, mientras la agricultura y la construcción atenuaron la caída. Así mismo, las

² Los bonos del FGD ascienden a USD 35.9 millones, lo cual representa 0,1% del PIB a diciembre 2020.

³ El Bono Perpetuo presenta intereses anuales aproximadamente USD 2 millones.



restricciones implementadas afectaron el consumo privado y la formación bruta de capital a lo largo de este trimestre.

Con este panorama, a partir del 4 de mayo de 2020, el Gobierno estableció la denominada “cuarentena inteligente” por fases, lo que dio lugar a una reapertura paulatina de las actividades económicas bajo estrictas medidas de seguridad sujetas a la evaluación técnica al final de cada fase. La misma, en conjunción con el paquete de medidas monetarias y fiscales, buscaron garantizar la protección de los hogares y las empresas impulsando la recuperación económica.

Así mismo, el Gobierno trabajó en el Plan de Recuperación Económica “Ñapu’a Paraguay” implementado desde los últimos meses del año 2020 con el objetivo de potenciar la recuperación post crisis y fortalecer las bases para un crecimiento sostenido en el mediano plazo basado en tres pilares: i) más protección social, más ingresos e integración; ii) más inversión pública para más empleos; y iii-) más créditos para el desarrollo.

Estas medidas fueron positivas para el segundo semestre del año, con lo cual, al cierre del tercer trimestre del año, el PIB registró una variación interanual del -1,3%, mucho menor a la abrupta caída registrada en el segundo trimestre. Si bien las actividades económicas vinculadas al sector servicios y ciertas ramas de la industria continuaron por una senda negativa en relación al año anterior, se observaba una paulatina mejora en la actividad.

Finalmente, en el último trimestre del año se registró un crecimiento interanual del 1,0%, en el que incidieron positivamente la construcción, la manufactura y la ganadería, aunque los servicios y la producción de energía aún mostraron resultados adversos. Por el lado del gasto, se registró una incidencia positiva del consumo público y las exportaciones netas.

En este sentido, los datos acumulados de todos los trimestres del año mostraron una caída de tan solo -0,6% al cierre del 2020. La menor caída del PIB es el resultado de la mejora observada en ciertos sectores, al fuerte crecimiento del sector primario y al impulso de las obras públicas con impacto positivo en la construcción. Con esto Paraguay se posicionó como el país de menor caída a nivel regional.

La definición de políticas económicas por parte del Gobierno Nacional para mitigar los efectos de la pandemia e impulsar la recuperación también ha tenido un papel crucial en el resultado anual. El “Plan de Recuperación Económica Ñapu’ã Paraguay”, ha jugado un papel fundamental en el acceso al crédito para cubrir necesidades de capital operativo en inversiones (FOGAPY, FG Y CAH); el impulso de la inversión en obras públicas de alto impacto; y los programas sociales Pytyvõ, Tekoporã, Abrazo, de apoyo a la población vulnerable.

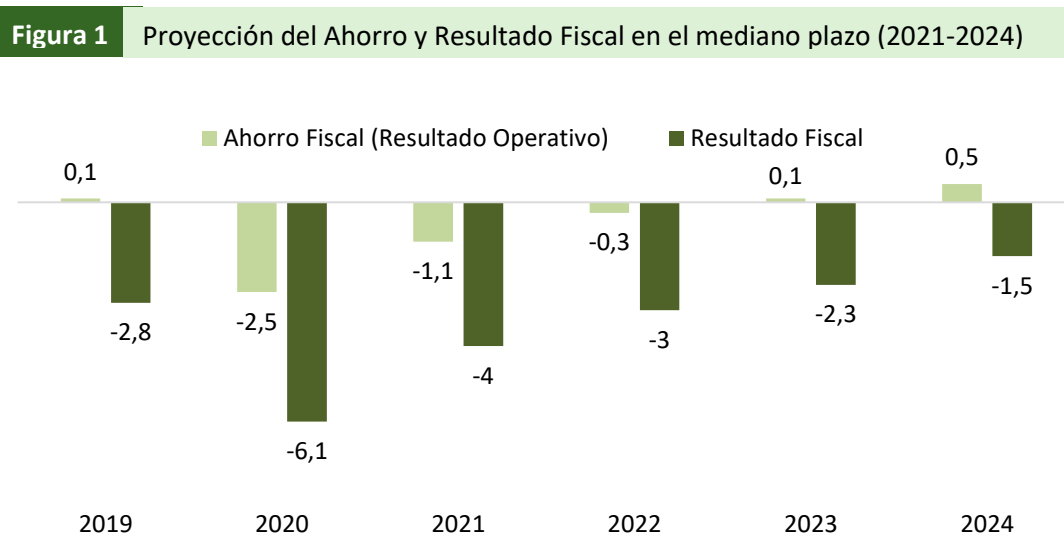
En el ámbito fiscal, las cifras de cierre del año 2020 de la Administración Central registraron un déficit fiscal de Gs. 14.799,6 mil millones (USD 2.129,8 millones), lo cual representó el 6.1% del PIB,

superior al límite del 1,5% del PIB establecido en la Ley de Responsabilidad Fiscal, cuya aplicación fue exceptuada en el marco de la Emergencia Sanitaria.

Este escenario de cierre fiscal del 2020 y las previsiones de mediano plazo de las principales cuentas fiscales se resumen en la Tabla 2. Este escenario fiscal de proyección es utilizado como principal insumo para la estrategia de deuda, y contiene indicadores tales como el Balance Fiscal Primario, el balance fiscal general y cuáles son las necesidades de financiamiento brutas proyectadas para el periodo 2021-2025.

En el mediano plazo, el espacio o margen de maniobra fiscal se reducirá significativamente y se estima que seguirán los resultados fiscales deficitarios por encima de lo que establece el límite de la LRF, para lo cual será necesario implementar medidas que impliquen mejorar los ingresos tributarios y racionalizar el gasto público, a fin de converger a la meta de la LRF. Se estimando que para el 2024 el déficit fiscal retorne al límite de 1,5% del PIB.

Para el logro de las estimaciones será necesario implementar medidas que impliquen mejorar los ingresos tributarios, racionalizar el gasto público y controlar el nivel de endeudamiento público. Con estas medidas se tiene como objetivo converger a la meta del déficit fiscal del 1,5% del PIB en 4 años, generando ahorro fiscal a partir del 2023 en adelante, como se expone en la figura a continuación.



Fuente: Dirección de Política Macro Fiscal - MH.

De cara a estos desafíos, el Gobierno Nacional ha priorizado consolidar la institucionalidad fiscal del país y ha remitido al Congreso Nacional un Proyecto de Ley que incorpora a las reglas fiscales establecidas en la Ley N° 5098/2013, «De Responsabilidad Fiscal», características que mejoran su funcionamiento y observancia, estableciendo un límite al nivel de deuda pública y restringiendo aún más el crecimiento del gasto corriente, teniendo en cuenta que estas reglas tienen la misión de preservar la disciplina fiscal.

Con esta propuesta se busca asegurar la estabilidad, sostenibilidad y previsibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo, teniendo como meta resultados fiscales que no causen efectos negativos sobre la estabilidad macroeconómica.

Tabla 2 Indicadores Fiscales

Variables	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Balance Fiscal Primario (% PIB)	-2,0	-5,1	-2,6	-1,6	-0,8	-0,2	-0,05
Balance Fiscal General (% PIB)	-2,8	-6,1	-4,0	-3,0	-2,3	-1,5	-1,2
Necesidades de financiamiento bruta (USD millones)	526,1	673,0	739,0	806,5	758,7	676,8	676,4

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

Seguidamente en la tabla 3, se observan algunos de los principales indicadores macroeconómicos utilizados para el análisis y que determinan en cierta medida la evolución de las cuentas fiscales y la deuda, tales como el crecimiento del PIB real, el Índice de Precios al Consumidor, y la balanza comercial, para los años 2019-2025.

Tabla 3 Indicadores Macroeconómicos Seleccionados

Variables	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
PIB real (%)	-0,4	-0,6	4,0	3,8	3,8	3,8	3,8
IPC (%)	2,8	2,2	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0
Balanza Comercial (% PIB)	1,2	1,0	1,4	1,1	0,4	0,4	

Fuente: 1/ Dirección de Política Macro Fiscal - MH. 2/ The Economist Intelligence Unit

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

2.2 Principales Riesgos de la Macroeconomía

Para establecer los lineamientos de la estrategia de endeudamiento se han considerado tanto los potenciales riesgos macroeconómicos, como los riesgos del sector real y fiscal. Estos riesgos pueden modificar de manera significativa las necesidades de financiamiento de un año a otro. A los posibles eventos climáticos, riesgos externos y monetarios, y las posibles variaciones en las tasas de interés de la deuda, se suma la incertidumbre en torno a la duración de la pandemia.

El primer riesgo se basa en la exposición a condiciones climáticas extremas que podrían afectar al sector agrícola. En este sentido, la caída en la actividad económica como producto de eventos climáticos conduce a un desequilibrio fiscal y un aumento en las necesidades de financiamiento que se

pueden agravar con la materialización de pasivos contingentes. El ejemplo reciente del ajuste fiscal ante cambios adversos de la actividad económica, es el observado en el 2019, que, ante la caída de la actividad económica y la menor recaudación económica, se dio un aumento significativo del déficit fiscal y las necesidades de financiamiento. Para mitigar este riesgo se podría recurrir opciones de transferencias de riesgo a través de herramientas ofrecidas por organismos multilaterales de crédito, como, por ejemplo: productos financieros contingentes de gestión de riesgos climáticos (seguros, reaseguros, bonos de catástrofe, etc.).

Otro riesgo macroeconómico importante es el desequilibrio en las cuentas externas que podría resultar de la concentración de las exportaciones por producto (soja y carne) y destino (Mercosur). Por otro lado, otro riesgo asociado a las condiciones externas o internacionales, son la evolución de los precios de materias primas, que, como país exportador de alimentos, tienen un impacto potencial importante magnitud en los flujos de divisas a la economía.

El deterioro de la balanza comercial del Paraguay podría contribuir a una depreciación real del guaraní, aunque el elevado nivel de reservas internacionales USD 9.490,1 millones (26,1% del PIB) al cierre del 2020 y los ingresos en divisas de Itaipú y Yacyretá mitigan en parte este riesgo del tipo de cambio.

Por otro lado, el contexto económico a nivel internacional ante la nueva ola de contagios de Covid-19, ha ocasionado nuevamente la aplicación de medidas restrictivas a la circulación con efectos negativos en la actividad económica de varios países. El impacto de la situación sanitaria en el 2020 ha sumido al mundo en una crisis sin precedentes, afectando negativamente a cerca del 80% de los países.

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

No obstante, en el análisis de la estrategia de endeudamiento, se modela un escenario de shock a la tasa de crecimiento económico, de manera a cuantificar el impacto de la materialización de un riesgo fiscal sobre los resultados obtenidos a través de la estrategia de endeudamiento escogida para el periodo 2021-2025.

2.3 Deuda de la Administración Descentralizada y otros pasivos contingentes

En el plano fiscal, el Tesoro Público otorga garantías a las empresas públicas. Los compromisos asumidos por las mismas son considerados como riesgos indirectos que a su vez pueden traducirse en pasivos contingentes, por ello, si surgiese el incumplimiento de las obligaciones por parte de las citadas, el Estado interviene en su calidad de garante. Del mismo modo, el Tesoro Público proporcionó hasta el

año 2013, bonos de cumplimiento contingente para la capitalización del Fondo de Garantía de Depósitos administrado por el Banco Central del Paraguay.

Los pasivos contingentes se clasifican en explícitos e implícitos. Los primeros son pasivos reconocidos por el Gobierno por Ley o Contrato, que es el caso de las deudas contraídas por las empresas públicas. Los implícitos son obligaciones que pueden reconocerse cuando el costo de no asumirlas es inaceptablemente alto.

A diciembre de 2020 el stock de garantías explícitas del Gobierno Central al Sector Público Financiero⁴ ascendía a USD 827,7 millones (6,8% de la deuda total), en tanto que otros USD 649,4 millones (5,3% de la deuda total) garantizaban al Sector Público No Financiero⁵, totalizando USD 1.477,1⁶ millones el cual representa únicamente el 12,1% de la deuda total e incluye el saldo de préstamos con organismos multilaterales y bilaterales (deuda externa 58,3%) y las emisiones de bonos realizadas por la AFD en el mercado interno (deuda interna 41,7%).

Al ser el Sector Público Financiero la fuente que representa mayor porcentaje en la deuda de la Administración Descentralizada, con un 56,0% participan el BNF y AFD y los mismos se destacan por contar con calificación de riesgos AA+py⁷, con tendencia Estable y AA+py⁸, con tendencia Fuerte (+), respectivamente, lo cual indica la estabilidad de ambas instituciones, gran calidad y bajo riesgo para el Estado en cuanto al incumplimiento de sus obligaciones. En cuanto al Servicio de la Deuda que compete a la Administración Descentralizada se puede observar en la Tabla 4, que en los últimos años el cumplimiento de la misma ha seguido su curso sin inconvenientes.

Tabla 4 Servicio de la Deuda de la Administración Descentralizada (En millones de USD).

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Administración Descentralizada	66,4	90,7	125,5	74,7	132,1	79,9
% Deuda Total	14,0	14,1	18,4	11,5	18,6	10,7
Deuda Externa	36,4	43,6	46,5	48,2	52,1	47,8
% Deuda Administración Descentralizada	54,9	48,0	37,1	64,5	39,4	59,8
% Deuda Total	7,7	6,8	6,8	7,4	7,3	6,4
Amortización	25,1	31,3	32,1	29,6	29,8	31,6
Interés	10,0	12,2	13,5	18,0	20,2	15,7
Comisión	1,3	0,0	0,9	0,7	2,2	0,6
Deuda Interna	29,9	47,1	79,0	26,5	80,0	32,1
% Deuda Administración Descentralizada	45,1	52,0	62,9	35,5	60,6	40,2

⁴ Agencia Financiera de Desarrollo (AFD), Banco Nacional de Fomento (BNF), Crédito Agrícola de Habilitación (CAH) y Fondo Ganadero (FG).

⁵ Administración Nacional de Electricidad (ANDE), Compañía Paraguaya de Comunicaciones S.A. (COPACO) y Empresa de Servicios Sanitarios del Paraguay S.A. (ESSAP).

⁶ Valor correspondería a la exposición máxima a que se enfrenta el Estado, o, en otros términos, el valor facial de dichas garantías. La falta de información histórica que pueda servir de referencia no permite corregir ni por la probabilidad de su utilización ni por algún parámetro de ajuste en caso de uso.

⁷ Según Calificadora de Riesgos Solventa / Julio 2020.

⁸ Según Calificadora de Riesgos Solventa / Mayo 2020.

% Deuda Total	6,3	7,3	11,6	4,1	11,3	4,3
Amortización	18,9	34,9	57,5	0,1	51,9	2,5
Interés	11,0	12,2	21,5	26,4	28,1	29,6

Fuente: Elaboración propia con datos del SIGADE al 31/12/2020

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

En lo que respecta a los proyectos realizados bajo la modalidad de Alianzas Público-Privadas (APP), el Ministerio de Hacienda, a través de la Dirección General de Crédito y Deuda Pública, realiza el registro de los pagos futuros, firmes y contingentes, de conformidad a la dinámica contable provista.⁹ En ese sentido, el monto acumulado de los pagos firmes y contingentes cuantificables, netos de ingresos contingentes, calculado a valor presente, no podrá exceder el 2% del PIB del año anterior. De igual manera, el monto asumido de pagos firmes y contingentes cuantificables anualmente no podrá exceder del 0,4% del PIB del año anterior¹⁰.

El Fondo Fiduciario de Garantía y Liquidez para Contratos de APP, constituye un fideicomiso, que es administrado financieramente por la AFD y cuya finalidad es la percepción, custodia, inversión y administración de los recursos financieros. El Fondo Fiduciario mantendrá un porcentaje mínimo del 10% de los pasivos contingentes cuantificables acumulados y el 100% de los pasivos firmes del próximo año calendario¹¹. Cada vez que el fondo necesita ser capitalizado, el Estado recurre a la emisión de bonos tanto el mercado interno como externo o aportes a través de los recursos propios del tesoro, para poder obtener los recursos necesarios para capitalizarlo, en el caso de que los mismos fueran captados vía deuda, impacta en el espacio fiscal y en el nivel de deuda pública.

Los recursos transferidos a dicho fondo son utilizados para el cumplimiento de las obligaciones derivadas de los compromisos firmes y contingentes cuantificables, así como los costos que correspondan por la resolución de controversias. Las obligaciones surgidas de los proyectos de APP son considerados como contingentes, y en el caso de que existiese la necesidad de que algunos compromisos contingentes se hiciesen efectivos, el Estado a través del Ministerio de Hacienda puede pagarlos con los recursos disponibles en el mismo ejercicio fiscal, y si existiese un saldo no transferido, deberá programarlo en próximos ejercicios fiscales.¹²

⁹ Decreto N° 4183/20 “Por la cual se reglamenta la Ley N° 5102/2013

¹⁰ Ley N° 5102/13 “De Promoción de la Inversión en Infraestructura Pública y Ampliación y Mejoramiento de los Bienes y Servicios a cargo del Estado”

¹¹ Ley N° 5102/13 “De Promoción de la Inversión en Infraestructura Pública y Ampliación y Mejoramiento de los Bienes y Servicios a cargo del Estado”

¹² Decreto N° 4183/20 “Por la cual se reglamenta la Ley N° 5102/2013

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

III. ANTECEDENTES Y DIAGNÓSTICO DE LA DEUDA PÚBLICA

3.1 Evolución de la Deuda del Sector Público Total

El financiamiento de Paraguay ha dependido históricamente de los préstamos de organismos multilaterales, bilaterales y de bancos comerciales. De hecho, estos préstamos representaron el mayor porcentaje de la deuda externa del sector público total por muchos años. En el caso de los multilaterales, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco Mundial fueron los mayores acreedores de Paraguay, los préstamos de estos organismos representaban el 50,3% y el 22,1% de la deuda del sector público respectivamente a finales del 2006. Estos préstamos fueron utilizados principalmente para financiar programas de infraestructura y desarrollo social.

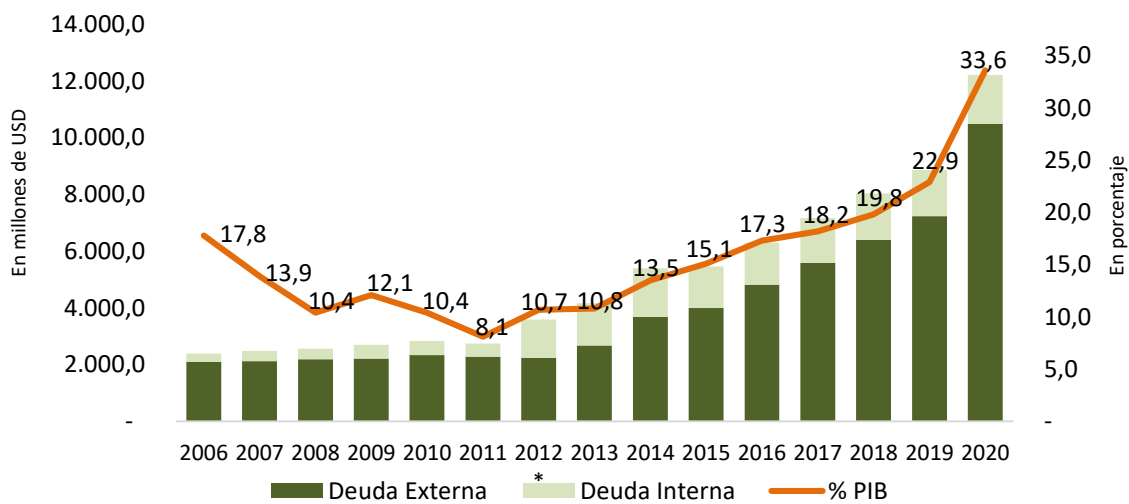
A los inicios, esta estructura del portafolio determinaba un costo de endeudamiento bajo ya que en su mayoría los créditos de los organismos multilaterales y bilaterales eran concedidos en términos semi-concesionales y por lo tanto tenían niveles bajos de tasas de interés. Pero a pesar de tener un costo promedio de financiamiento bajo, la concentración del financiamiento con Organismos Multilaterales y Bilaterales limitaba la capacidad del gobierno de dar respuesta rápida a las necesidades de inversión debido a los procesos burocráticos que implicaba la negociación de este tipo de empréstito.

Con el pasar de los años y con el logro del fortalecimiento y crecimiento económico y social, Paraguay ha dejado de ser elegible para los préstamos en condiciones concesionales lo cual le ha permitido ubicarse en la categoría de nivel de ingreso medio superior. *Ver anexo 6.1 y 6.2 Condiciones financieras – organismos internacionales y bonos soberanos.*

Como se observa en la figura 2, la razón deuda/PIB experimentó una reducción acentuada entre 2006 y 2011, debido a que, en primer lugar, la economía había crecido a un ritmo superior a la tasa de interés real de los créditos obtenidos y, en segundo lugar, a que en el plano fiscal el gobierno ha logrado mantener superávits primarios durante todos esos años. El nivel de Deuda Pública durante los años 2006 al 2011 eran estables y la razón de Deuda Pública/PIB se reducía sostenidamente hasta alcanzar 8,1% en el año 2011. Esta tendencia decreciente de la razón Deuda Pública/PIB se vio interrumpida en 2012 como resultado de la capitalización del BCP, lo cual al final del 2020 era de USD millones 569,2, lo que representaba 1,6% del PIB.

A partir del año 2013 se observa una tendencia creciente de la razón Deuda Pública/PIB, como resultado de la política adoptada por el gobierno para impulsar la inversión en infraestructura. Esta política adoptada implicó recurrir al financiamiento tanto interno como externo para llevar a cabo obras públicas de gran envergadura y de alto impacto en la economía. El crecimiento de la razón Deuda Pública/PIB se produjo de manera controlada en estricto cumplimiento de la Ley de Responsabilidad Fiscal hasta el año 2018.

Figura 2 Deuda del Sector Público Total y Coeficiente Deuda Total/PIB

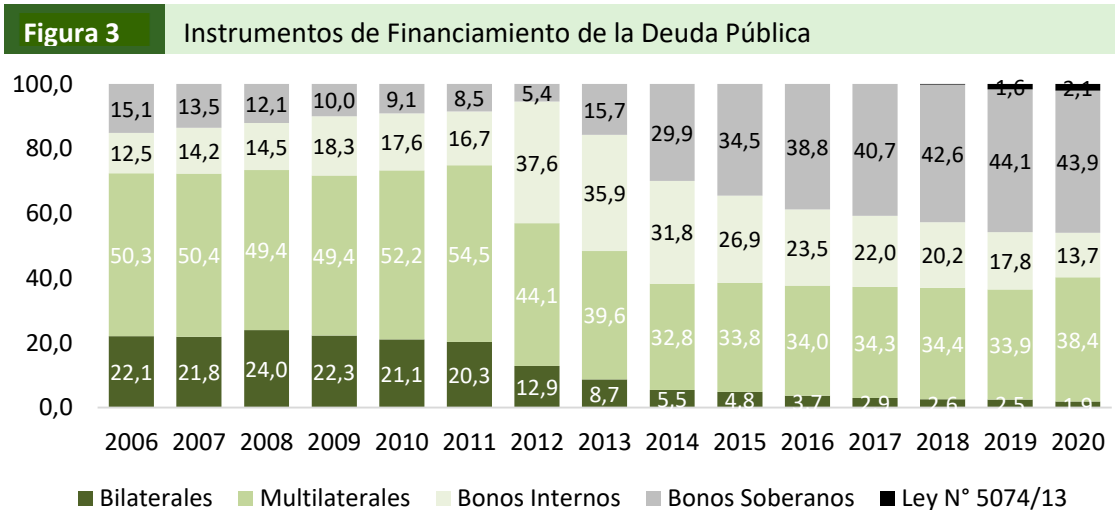


Fuente: Elaboración propia con datos del SIGADE, SICO e Informe Económico BCP.

*En el 2012 se incluye la Deuda con el BCP estipulada en el Decreto 10253/12, en el marco de la Ley N° 3974/10 De Capitalización del BCP, lo cual representa 1,6% del PIB.

Como fuera mencionado anteriormente, dentro de la coyuntura económica del año 2019 y el plan anticíclico adoptado por el gobierno sumado a un crecimiento económico negativo, hicieron que la razón de Deuda Pública/PIB haya alcanzado 22,9%, es decir un incremento de 3,1% en el valor de la razón con respecto al valor verificado en el 2018.

En el año 2020, la crisis desatada a raíz de la pandemia del COVID-19, el financiamiento de los paquetes fiscales de mitigación a través de deuda pública y el crecimiento económico negativo verificado, produjeron que la razón de Deuda Pública/PIB haya alcanzado 33,6%, es decir, un incremento de 10,7% en el valor de la razón.



Fuente: Dirección de Política de Endeudamiento – MH.

El proceso de diversificación de los instrumentos de endeudamiento del Paraguay ha continuado desarrollándose con la adopción desde el 2018 de otros instrumentos de financiamiento tales como los Proyectos de Infraestructura desarrollados tanto bajo la modalidad de las Alianzas Público-Privadas Ley N° 5.102/13 como bajo la modalidad de “llave en mano” en la Ley N° 5.074/13.

3.2 Características y costos de la deuda vigente

La deuda del Sector Público de la Administración Central representa el 29,5% del PIB¹³ en el 2020. Como se observa en la tabla 5, los indicadores que reflejan la sostenibilidad de la deuda han experimentado un aumento considerable en el año 2020. A continuación, se presenta la evolución de algunos indicadores de sostenibilidad de la Deuda Pública de la Administración Central desde el 2015 al 2020

Tabla 5 Ratios de la Deuda de la Administración Central a diciembre 2020.

Ratios de la Deuda de la Administración Central (en porcentaje del PIB)						
Indicador	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Deuda/PIB	13,2%	15,1%	15,8%	17,0%	19,7%	29,5%
Servicio/PIB	1,1%	1,5%	1,4%	1,4%	1,5%	1,8%
Amortizaciones/PIB	0,7%	1,0%	0,8%	0,7%	0,6%	0,8%
Intereses/PIB	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,8%	1,0%

Fuente: Elaboración propia con datos del SIGADE a diciembre del 2020.

Estos indicadores de deuda ofrecen una visión, en términos relativos, de la viabilidad presupuestal de la deuda pública del país. Para el caso de la deuda pública del Paraguay, los ratios

¹³ Saldo de Administración Central 2020 (se excluye Bono Perpetuo y FGD) en relación al PIB.

mantienen la misma tendencia en los años observados presentando un crecimiento moderado, como consecuencia de la política de impulso a la inversión pública financiado a través de endeudamiento, a excepción del ratio Deuda/PIB, el cual experimentó un importante crecimiento en el año 2020, como consecuencia de los motivos referentes a la pandemia causada por el COVID-19. Sin embargo, se espera que el valor de estos ratios se estabilicen en el mediano plazo debido a la ralentización del ritmo de contratación de nuevas deudas, al crecimiento esperado del PIB y el compromiso de volver al anterior ritmo de crecimiento de la deuda antes de la pandemia, por lo que los esfuerzos apuntan a que los niveles de la deuda se mantengan dentro de los límites sostenibles recomendados por los organismos internacionales.

En otro orden, la dinámica de las tasas de los préstamos y el establecimiento del acceso al mercado internacional han llevado al país a realizar un análisis financiero más profundo del mercado para obtener tasas adecuadas que generen los menores costos al momento de contraer nueva deuda. El país ha sido capaz de conseguir excelentes condiciones en las colocaciones de bonos internacionales, en lo que respecta a tasas de interés y plazos, los rendimientos que hoy tienen los bonos están muy cerca de los rendimientos de bonos emitidos por países con grado de inversión. *Ver anexo 6.2 Condiciones Financieras – Bonos Internacionales.*

La tabla 6, contempla las características de la deuda de la Administración Central al cierre del 2020, según los instrumentos financieros utilizados, observándose en cuanto a la deuda total una participación del 52,9% de los Bonos soberanos, en segundo lugar, del 38,0% de los organismos multilaterales, en tercer lugar, los reconocimientos de obras bajo el ámbito de la Ley N° 5074/2013 de Llave en Mano, con un 2,1% de la deuda total y, por último, el 2,0% correspondiente a los organismos bilaterales. En lo que respecta a la deuda interna, está compuesta por bonos del tesoro que representan el 4,5% y los reconocimientos de obras bajo el ámbito de la Ley N° 5074/2013 de Llave en Mano, con un 0,5% de la deuda total.

Tabla 6 Características de la deuda de la Administración Central existente en el año 2020*

Instrumento	Saldo (millones USD)	Saldo (miles millones PYG)	% Total	% PIB	Tasa de interés implícita	
					Fija	Variable
Externa	9.627	66.429	95,0	26,5	4,4%	0,8%
Multilaterales	3.855	26.597	38,0	10,6	0,7%	2,3%
Bilaterales	204	1.406	2,0	0,6	2,0%	0,1%
Bonos	5.360	36.985	52,9	14,7	6,6%	0,0%
Ley N° 5074/2013	209	1.442	2,1	0,6	8,1%	0,0%
Interna	505	3.484	5,0	1,4	7,3%	0,0%
Bonos	459	3.168	4,5	1,3	7,6%	0,0%
Ley N° 5074/2013	46	316	0,5	0,1	4,9%	0,0%
Total general	10.132	69.913	100,0	27,9	4,6%	0,8%

*Se excluye la Deuda con el BCP estipulada en el Decreto 10253/12, en el marco de la Ley N° 3974/10 De Capitalización del BCP (representa 1.6% del PIB), que consiste en un Bono de la Tesorería General a perpetuidad, no negociable e intransferible, que devenga

una tasa de interés anual igual 0.25% (pagos de intereses cancelados hasta el año 2022 inclusive) y los bonos del FGD, lo cual reduciría artificialmente los costos promedios de la deuda pública total.

Fuente: Elaboración propia con datos del SICO y SIGADE de cierre al 31-12-20.

3.3. Impacto del COVID-19 en las estrategias de financiamiento.

a. Escenario del año 2019 y de la etapa pre COVID-19

Como fuera mencionado, en los años previos al 2019, el crecimiento de la Deuda Pública era moderado y en estricto cumplimiento a lo establecido en la Ley de Responsabilidad Fiscal. Sin embargo, debido a la coyuntura económica adversa que atravesó el Paraguay durante el año 2019 y el conjunto de medidas anticíclicas adoptadas por el Gobierno, lo cual significó una inyección importante de recursos para acelerar la inversión a través de obras públicas, apoyo a la producción, comercio, empleo y asistencia social, fue necesario aumentar el déficit fiscal, previa autorización del Congreso Nacional, y este hecho significó un mayor nivel de endeudamiento en el año 2019 en comparación a lo verificado en los años anteriores.

Con mejores perspectivas económicas a inicios del año 2020, La Ley N° 6.469/20 del Presupuesto General de la Nación 2020 estipulaba un endeudamiento público para la Administración Central en el año 2020 ascendía a Gs. 7.605,5 miles de millones que, al Tipo de Cambio establecido en el mismo PGN 2020, representaba USD 1.192 millones aproximadamente, en total cumplimiento a lo establecido en la Ley de Responsabilidad Fiscal.

b. Paquete de estímulo fiscal frente al COVID-19

Con la llegada del COVID-19 al Paraguay, el 26 de marzo de 2020 el Poder Ejecutivo promulgó la Ley N° 6524 que declara Estado de Emergencia en todo el territorio de la República del Paraguay, la cual establecía una serie de medidas de carácter excepcional que permitieron dotar al Estado de herramientas presupuestarias para contrarrestar los efectos de la propagación del virus. Precisamente, la Ley de Emergencia había previsto recursos para apoyar al sistema de salud, así como para las medidas económicas y sociales que buscaron atenuar el efecto negativo de la pandemia sobre el bienestar de la población, los cuales han representado un paquete de estímulo fiscal del orden del 5,5% del PIB. En el siguiente cuadro se puede observar el detalle de las medidas fiscales que ascendieron a USD 1.990 millones.

El endeudamiento adicional al inicialmente estipulado dentro del PGN del ejercicio fiscal 2020, significó un aumento importante del nivel de endeudamiento público del país, para cubrir las necesidades de financiamiento del paquete fiscal y del PGN 2020.

La irrupción de la pandemia global COVID-19 provocó que las condiciones en los mercados internacionales en el período marzo-abril de 2020 se tornaran extremadamente volátiles, las tasas se dispararon y el acceso a los mercados de bonos internacionales permaneció cerrado para los países emergentes. A pesar de estas condiciones sumamente adversas, el 23 de abril el Paraguay país pudo

realizar la emisión de los Bonos Soberanos 2031, por un monto de USD 1.000 millones en los mercados internacionales, a diez años de plazo y a una tasa de 4,95%. La manifestación de interés de compra de los inversionistas llegó a superar los USD 7.300 millones, llegando así a una demanda más de siete veces superior a lo emitido, por lo cual, dadas las condiciones adversas, se trató una colocación exitosa.

Así mismo, el Paraguay ha podido recurrir a líneas de crédito disponibles a través de los Organismos Multilaterales, quienes garantizaron al país el rápido acceso a financiamiento a gran escala y de bajo costo, a través de créditos contingentes y la contratación de nuevos préstamos. Adoptar estos instrumentos de financiamiento redujeron el costo promedio de financiamiento.

Los desembolsos de estas distintas fuentes de financiamiento provocaron que, al cierre del año 2020, el Saldo de la Deuda Pública haya alcanzado los USD 12.212,9 millones, lo que representó un nivel de 33,6% con relación al PIB, de los cuales USD 10.488,5 millones, es decir 28,8% del PIB correspondían a la Deuda Externa, mientras que USD 1.724,4 millones correspondían a la Deuda Interna, es decir 4,8% del PIB.

En lo que respecta a la Administración Central, la Deuda Pública Total alcanzó USD 10.735,8 millones, lo cual representó un nivel 29,5% del PIB y de los cuales 9.627,3 correspondía a Deuda Externa, es decir 26,5% del PIB y USD 1.108,5 millones correspondía a Deuda Interna, es decir 3,0% del PIB.

c. Establecimiento del Techo de la Deuda Pública para Paraguay

Considerando el importante aumento del nivel de endeudamiento en los años 2019 y 2020, de manera a asegurar el fortalecimiento del marco fiscal de mediano plazo, se propone rediseñar la actual Ley de Responsabilidad Fiscal, con el objetivo de mejorar su funcionamiento y observancia. En este sentido, a finales del año 2020, fue presentado al Congreso Nacional el Proyecto de Ley de “Fortalecimiento de la Institucionalidad Fiscal”.

En este contexto, en adición las reglas macro-fiscales propuestas sobre balance y gasto dentro del Proyecto de Ley, se incluyó una regla de relevancia respecto al nivel de la deuda pública del país, y esta establece que la deuda del Sector Público con Garantía del Tesoro Nacional a mediano plazo no podrá exceder el límite máximo del 40% (cuarenta por ciento) del Producto Interno Bruto, con el propósito de vincular directamente el comportamiento del déficit con el objetivo de la sostenibilidad de la deuda. Por un lado, el déficit fiscal deberá ser del 1,5% para ese año fiscal si la Deuda Pública se encuentra por debajo del 36% del PIB, por el otro lado, el déficit fiscal deberá ser del 1,0% para ese año fiscal si la Deuda Pública es igual o superior al 36% del PIB.

Además, se establece que para los casos en los que la Deuda Pública sobrepase el límite máximo del 40% del Producto Interno Bruto, se deberá elaborar un Plan de Convergencia para el retorno gradual al límite máximo establecido en un plazo no mayor a 3 años.

Esta regla macro-fiscal fue diseñada considerando los estudios realizados por los Organismos Internacionales sobre el nivel de endeudamiento público del país. Por ejemplo, según un estudio elaborado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) (Eyraud y Bardella) en el 2016 sobre la deuda pública del Paraguay, el equilibrio estructural de las finanzas públicas se mantendría aún con un nivel de deuda entre el 30% y 45% sobre PIB.

Otro estudio de sostenibilidad fiscal elaborado por la Corporación Andina de Fomento (CAF), teniendo en cuenta diversos enfoques metodológicos, ha obtenido resultados que sugieren que los umbrales de Deuda Pública/PIB para las economías emergentes se encuentran entre el 25% y el 50% del PIB, dependiendo de la solidez de los fundamentos económicos y de las fortalezas y capacidades institucionales de los países. Sin embargo, tomando en cuenta las características de la economía paraguaya, el umbral para la Deuda Pública/PIB del Paraguay, podría ubicarse actualmente entre el 50% y el 60%. Con base a estos estudios, esta nueva propuesta busca asegurar la estabilidad, sostenibilidad y previsibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo, teniendo como meta resultados fiscales que no causen efectos negativos sobre la estabilidad macroeconómica.

3.4 Riesgos de la deuda existente¹⁴

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

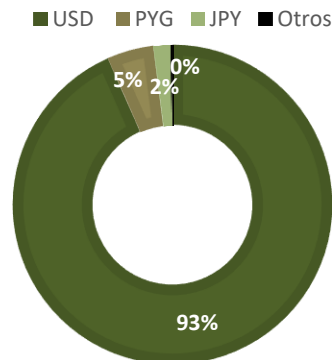
El **riesgo cambiario** se refiere a la situación donde el stock de deuda pública, en mayor proporción, se encuentra contraída en moneda extranjera, por lo cual la exposición a la variación del tipo de cambio es elevada.

Si el tipo de cambio se deprecia en algún año determinado, el riesgo se materializa en que la probabilidad de que el Gobierno tenga que pagar más dinero en concepto del servicio de la deuda aumente y que el stock de la deuda aumente. Esta situación se daría si el tipo de cambio es elevado y si el gobierno solo dispone de ingresos en guaraníes y la mayoría de los pagos del servicio de la deuda son denominados en moneda extranjera.

En la actualidad, como se observa en la figura 5, la composición por moneda de la deuda pública refleja una mayor proporción de deuda en dólares americanos, atribuible principalmente a las emisiones de bonos soberanos se han realizado en los últimos años, y representa el 93% de la deuda total. Así también un menor porcentaje de deuda en yenes japoneses, 2%, favoreciendo a la gestión de la cartera de deuda en términos de la reducción de riesgos en moneda, debido a que el gobierno no posee ingresos en yenes japoneses.

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

Figura 4 Composición de la deuda por monedas



Fuente: Elaboración propia con datos del SICO y SIGADE de cierre al 31-12-20.
No incluye Bono Perpetuo del BCP y bonos FGD.

De acuerdo al análisis de riesgo realizado, si se diera una depreciación en la moneda en un 30,0%, la cual corresponde al análisis de riesgo de tipo de cambio dentro de un escenario de shock extremo, el ratio de la deuda pública como porcentaje del PIB para la administración central alcanzaría el 39,7% para el año 2025.

Si bien la cartera de deuda en mayor proporción se encuentra en dólares americanos, ante este riesgo Paraguay posee una protección propia debido a que posee un alto flujo de ingresos en dólares americanos provenientes de los royalties de las binacionales, los cuales representaban alrededor del 5% de los ingresos totales en el año 2020. Esto último no implica bajo ningún sentido que el dinero de las binacionales sea utilizado para el repago de deuda, sino que sirve como “amortiguador” en el presupuesto público cuando el tipo de cambio se muestra volátil.

Por otra parte, se tiene el **riesgo de tasa de interés** que cobra fuerza en la medida que el stock de deuda pública se encuentre sujeta en mayor proporción a una tasa de interés variable o exista deuda de corto plazo que va a vencer y que tendrá que ser refinanciada. Esto es considerado como un riesgo ya que al poseer mayor proporción de deuda a tasa variable se aporta una mayor cuota de incertidumbre en el mediano plazo respecto a los intereses que el Gobierno debe abonar en concepto de deuda pública.

Al cierre del 2020 el stock de la deuda pública de la Administración Central muestra que un 70,2% de las operaciones son a tasa fija, mientras que un 29,8% son a tasa variable. En líneas generales este riesgo actualmente no es muy significativo para la deuda, sin embargo, se hace importante poder delinear estrategias a futuro para que esto se mantenga bajo control. De manera a ejemplificar, si se diera un incremento de tasa de interés de un 1% (o 100 puntos base), éste fenómeno produciría un incremento del servicio de la deuda en un año de 0,01% del PIB.

Como es sabido, la tasa LIBOR representa un componente fundamental en la determinación del valor de la tasa de interés variable, la cual corresponde enteramente a los préstamos de organismos

multilaterales que componen la deuda externa. A inicios del 2019 los Organismos Multilaterales han planteado el cambio de la tasa LIBOR por una nueva tasa de casi similar naturaleza que pueda sustituir a la actual, en estudio se encuentra la tasa llamada Secured Overnight Financing Rate (SOFR¹⁵). La decisión de abandonar la tasa LIBOR fue una decisión de la autoridad regulatoria inglesa después que hubo escándalos donde algunas instituciones financieras intentaban manipular esta tasa. Sin embargo, la tasa LIBOR en dólares sigue siendo representativa, no obstante, se espera que la misma sea reemplazada por la SOFR de manera gradual en los próximos meses.

La transición de tasas de LIBOR a SOFR, no tendrá un impacto negativo sobre las tasas de los préstamos que componen el portafolio de la Republica, sino más bien positivo debido a que la misma es más robusta y confiable, no obstante, aún quedan por determinarse las primas adicionales que acompañaran a la SOFR. Ante esta situación de mantener tasas variables, los Organismos Multilaterales han puesto a disposición de los países el instrumento de fijación de tasas de préstamos.

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

Tabla 7 Indicadores de Riesgo de Tasa de Interés.

Indicadores de Riesgo		Deuda Externa	Deuda Domestica	Deuda Total
Riesgo de Tasa de Interés	ATR (años)	9,9	4,7	9,7
	Deuda que se refija en 1 año (% del Total)	33,1	26,7	32,8
	Deuda a tasa fija (% del total)	67,6	100,0	70,2

Fuente: Elaboración propia en base la herramienta MTDS

Como se expone en la tabla 7, el tiempo promedio de refijación de la deuda de la Administración Central es de 9,7 años, la deuda doméstica a 4,7 años y la externa a 9,9 años debido a que la deuda externa es contraída por lo general a largo plazo, incluso hasta 30 años; en contraste con la deuda interna cuyos plazos promedios corresponden a menos de 10 años¹⁶.

¹⁵ Secured Overnight Financing Rate (SOFR) es una medida amplia del costo de pedir prestado efectivo a un día garantizado por valores del Tesoro. Incorpora las operaciones garantizadas más las transacciones bilaterales existentes de operaciones de REPO (acuerdos de compra del Tesoro).

¹⁶ Desde el año 2018 se ha potenciado la emisión de bonos internos a un mayor plazo, a 10, 15 y 20 años de vencimiento. Aun así, la participación del stock de bonos a largo plazo dentro del stock total de deuda interna, es aún pequeña en comparación a la participación del stock de bonos a menores plazos.

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

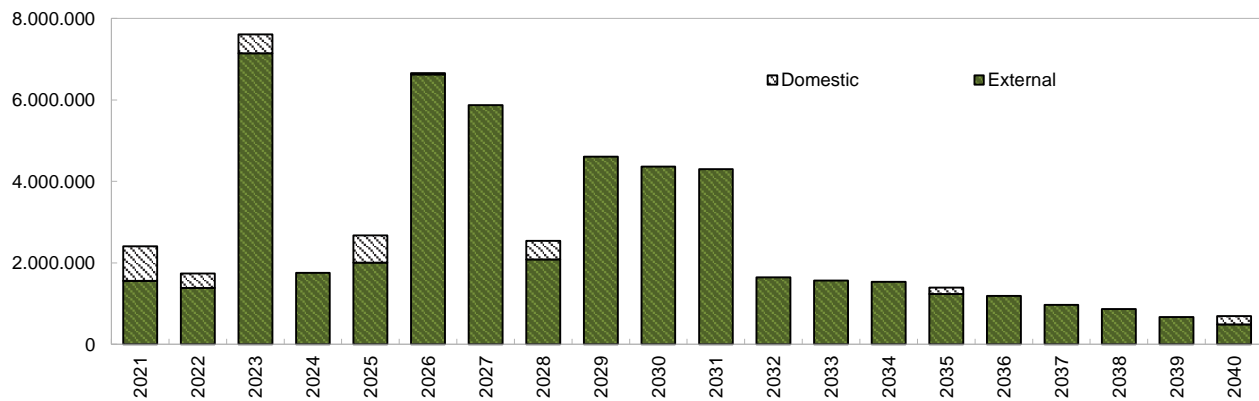
Tabla 8 Indicadores de Riesgo de Refinanciamiento.

Indicadores de Riesgo		Deuda Externa	Deuda Domestica	Deuda Total
Riesgo de Refinanciamiento	ATM (años)	13,0	4,7	12,6
	Deuda que vence en 1 año (% del Total)	2,2	26,7	3,2
	Deuda que vence en 3 años (% del Total)	15,9	16,6	16,0

Al examinar el perfil de maduración promedio, se encuentra que el tiempo promedio de maduración del portafolio de deuda es relativamente largo respecto a otros países siendo este de 12,6 años: del cual, 13,0 años es el de la deuda externa y 4,7 años es el de la deuda interna. Además, la concentración de deuda que vence en el corto plazo es relativamente pequeña y equivale al 3,2% del total de la deuda de la Administración Central¹⁷.

En cuanto al perfil de redenciones, se observa en la figura 7 que las mayores concentraciones de vencimientos se encuentran en los años 2023, 2026, 2027, años en los cuales se produce el vencimiento de Bonos Soberanos. Sin embargo, desde el año 2019 se ha implementado la emisión de títulos de deuda del tipo *amortizing* en los mercados internacionales, a fin de disminuir la concentración de vencimientos en un determinado año. Por ejemplo, en el año 2020 se concentró la colocación del Bono 2031, el cual debe ser amortizado en tres cuotas iguales en los últimos 3 años de vida del instrumento, en los años 2029, 2031 y 2031.

Figura 5 Perfil de redenciones al año 2020 (Mill de PYG)



¹⁷ Total de la deuda a vencer entre 1 a 5 años / Saldo a diciembre 2020 Administración Central

Fuente: Elaboración propia con base a la herramienta MTDS

En la tabla 8 se observan los indicadores de medición de riesgo de tasas de interés, de refinanciamiento y tipo de cambio. Respecto al de la tasa de interés, es relativamente bajo, debido a que el tiempo promedio de refijación¹⁸ es de 9,7 años para la deuda total. Por su parte, el riesgo de refinanciamiento es bastante bajo, ya que la deuda que vence en un año representa el 3,2% del total.

Tabla 9 Indicadores de riesgo de la deuda existente en el año 2020. Administración Central

Riesgo de la deuda	Interna	Externa	Total
Riesgo de la tasa de interés			
Deuda a tasa variable	0%	33,3%	31,7%
Deuda que se refija en 1 año (% total)	26,7%	33,1%	32,8%
Tiempo promedio de refijación (años)	4,7	9,9	9,7
Riesgo de refinanciamiento			
Deuda que vence en 1 año (% total)	26,7%	2,2%	3,2%
Deuda que vence en 3 años (% total)	52,5%	14,5%	16,2%
Tiempo promedio de maduración (años)	4,7	13,0	12,6
Riesgo de tipo de cambio			
Deuda en moneda extranjera	9,1%	100,0%	95,5%

Fuente: Elaboración propia con base a la herramienta MTDS

En conclusión, de todos los riesgos analizados, se puede decir que la deuda está más expuesta al riesgo de tipo cambiario, puesto que 95,5% de la deuda se encuentra en moneda extranjera. Esto significa que la deuda es vulnerable a los shocks cambiarios que puedan llegar a producirse en la economía. Si bien parte de este riesgo cambiario es mitigado gracias a los ingresos en moneda extranjera provenientes de las hidroeléctricas Itaipú y Yacyretá, el Gobierno se encuentra considerando nuevas estrategias que ayuden a mitigar este riesgo aún más, como, por ejemplo: mayor desarrollo del mercado interno de capitales, mayor volumen de títulos de deuda emitidos en moneda local y desdolarización de parte de la cartera de préstamos.

En cuanto al riesgo de tasa de interés y al riesgo de refinanciamiento, estos se encuentran en niveles moderados por lo que son menos significativos que el riesgo de tipo de cambio, dado que el 70,2% de la deuda total se encuentra a tasa fija y que la cantidad de deuda que vence en el corto plazo es limitada, solo 3,2% de la deuda total. Sin embargo, a pesar de que estos riesgos están controlados y mitigados, el Ministerio de Hacienda ha adoptado diferentes acciones con la finalidad de mantenerlos en niveles aceptables.

¹⁸ Refijación: Se entiende por refijación cuando la deuda cambia de tipo tasa de interés, por efecto de estar sujeta a una tasa variable a una fija o aquella deuda a tasa fija que vence y debe ser renovada con una nueva deuda a una tasa distinta a la fijada inicialmente.

3.5 Acciones para la Mitigación de Riesgos Inherentes a la Deuda Pública

3.5.1 Fijación de Tasas de Interés

A finales del año 2020, el 29,8% de la deuda pública de la administración central correspondía a deuda contraída a tasas variables mientras que el 70,2% correspondía a deuda contraída a tasas fijas. El porcentaje de deuda contraída a tasa variable se debe a la cartera de préstamos del país contraídas, mayoritariamente, con los siguientes Organismos Multilaterales: BID, CAF y BM, la cual asciende a 3.626 millones de dólares aproximadamente, constituida bajo la estructura de tasa de interés:

a) Variable, compuesta por LIBOR (LIBOR 3 meses o 6 meses + Margen Fondeo + Margen Variable) en un 83,3 % y

b) tasa de interés fija, en un 16,7%.

Dada la participación de la tasa de variable en la cartera, la fijación de las tasas de interés de los préstamos constituye una herramienta fundamental con la que cuenta el Paraguay para hacer frente al riesgo derivado de la variación de las tasas de interés. En este sentido, en el año 2009, Paraguay aprovechó el descenso de la LIBOR para llevar a cabo la primera operación de conversión de tasas variables a tasas fijas con el Banco Interamericano de Desarrollo, en el marco de la Carta Modificatoria suscrita con el BID, aprobada por Decreto del Poder Ejecutivo N° 2351 del 29/06/09.

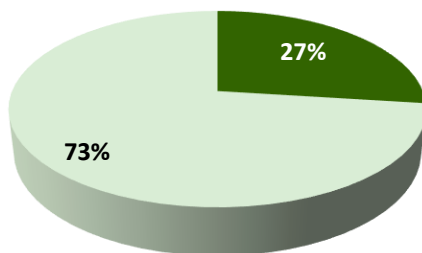
Además, en octubre del 2019, la República ha aprovechado nuevamente la baja de la LIBOR y ha realizado la segunda operación de conversión de tasa variable a tasa fija, obteniendo de esta forma un resultado positivo sobre el pago del servicio de la deuda, reduciendo el riesgo derivado de las variaciones de tasa de interés y propiciando una eventual disminución del servicio de la deuda. El monto fijado ascendió a USD 250 millones aproximadamente, y con ello se redujo en un 16,76% el riesgo de tasa de interés de la cartera de préstamos con el Banco Interamericano de Desarrollo.

Figura 6

Composición de la cartera del BID antes y después de la conversión de tasas, 2019

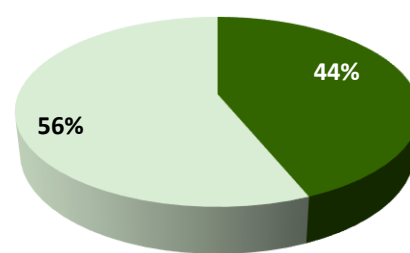
Composición de la cartera del BID antes de la Conversión

■ Tasa Fija ■ Tasa Variable



Composición de la cartera del BID después de la Conversión

■ Tasa Fija ■ Tasa Variable



Fuente: Dirección de Política de Endeudamiento – MH.

Sin duda alguna, la concreción de estas operaciones de fijación de tasas de interés en el futuro, seguirá contribuyendo a disminuir el riesgo derivado de las variaciones de tasas de interés y significará una mejora en la gestión de la cartera crediticia del Paraguay.

3.5.2. Operaciones de Administración de Pasivos

La Ley N° 6638/20 que modifica y amplía la ley N° 5097/2013 “que dispone medidas de modernización de la administración financiera del estado y establece el régimen de cuenta única y de los títulos de deuda del tesoro público”, y establece disposiciones legales complementarias para la administración de la deuda pública, es la herramienta legal que faculta a la República la realización de operaciones de administración pasivos que contribuyan a mejorar el perfil de vencimientos de la deuda pública. Precisamente, la Ley mencionada faculta al Poder Ejecutivo, a través del Ministerio de Hacienda, a efectuar operaciones de administración de la deuda pública con los objetivos de mantener una gestión prudente y contribuir al mejoramiento del perfil de la deuda pública, las cuales podrán conllevar la modificación de los plazos de vencimiento de la deuda u otros elementos afines.

En este contexto, en enero del 2021, el Paraguay llevó a cabo su primera operación de administración de pasivos, la cual implicó la emisión de bonos soberanos por un monto de USD 825,97 millones, que fueron distribuidos en dos tramos.

Tabla 10 Operación de Administración de Pasivos, Primer Tramo 2021

Tramo 1: Nuevo Bono Soberano 2033

Monto	USD 600 millones
Plazo	11 años
Tasa	2,739%
Amortización	Últimos 3 años (2031-2032-2033)

Fuente: Dirección de Política de Endeudamiento – MH.

El primer tramo corresponde a la emisión de un nuevo título a 11 años por un monto de USD 600 millones a una tasa de 2,739%, la cual presenta una reducción de 2,21% con relación a la tasa nominal del bono del mismo tenor emitido en el mes de abril del año 2020 a una tasa de 4,95%. Estas condiciones favorables generan ahorros en pagos de intereses anuales. Con referencia al segundo tramo, el mismo consistió en una reapertura del Bono 2050, manteniendo sus características iniciales, es decir, 31 años de plazo y una tasa cupón de 5,4%.

Tabla 11 Operación de Administración de Pasivos, Segundo Tramo 2021

Tramo 2: Reapertura - Bono Soberano 2050

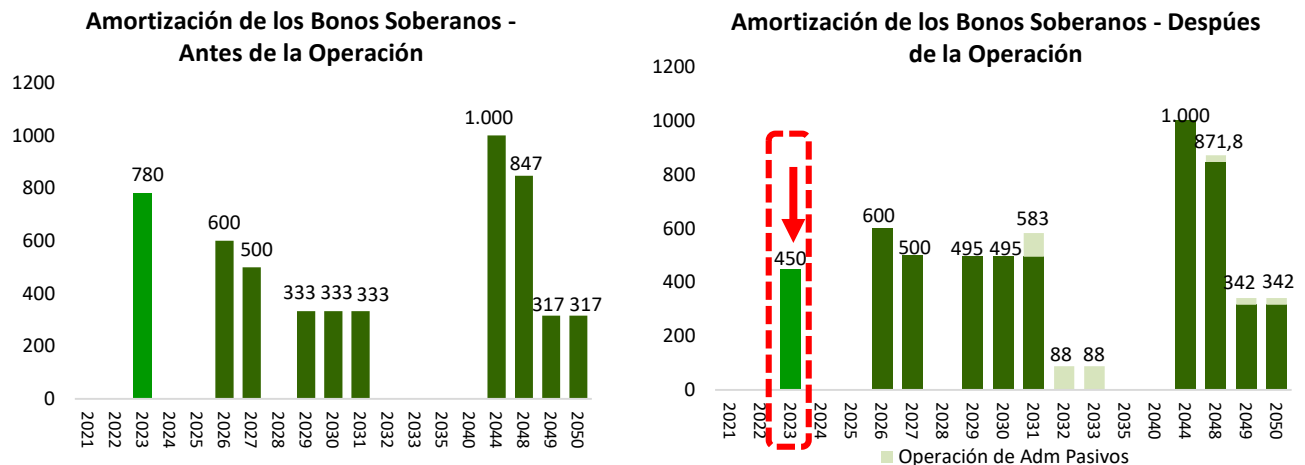
Monto	USD 225,97 millones
Plazo	31 años
Tasa (Rendimiento)	4,089%
Amortización	Últimos 3 años (2048-2049-2050)

Esta operación de reapertura permitió obtener una tasa de mercado de 4,089%, la cual representó una reducción de 1,311% con relación a la tasa nominal del mismo bono emitido en el año 2019 y una reducción de entre 2,01% y 1,5% con relación a las tasas nominales de bonos del mismo tenor emitidos en los años 2014 y 2018, mejorando así las condiciones financieras.

Como fuera mencionado, la operación bursátil realizada incluyó la primera operación de manejo de pasivos de la República, la cual consistió en recomprar USD 329,5 millones del bono con vencimiento en 2023 de tal manera a administrar y suavizar el vencimiento de dicho bono. La recompra de estos USD 329,5 millones fue distribuida en los dos tramos de la operación, de la siguiente manera: i) en el tramo 1 se posicionaron USD 255,4 millones; y ii) en el tramo 2 se posicionaron USD 74,1 millones.

A continuación, se observa el perfil de vencimientos de la deuda pública antes y después de la primera operación de administración de pasivos.

Figura 7 Perfil de Vencimientos de los Bonos Soberanos antes y después de la operación, 2021



Fuente: Dirección de Política de Endeudamiento – MH.

La operación de administración realizada permitió reducir la concentración del vencimiento del Bono 2023 y distribuirla a futuro y, de esta manera, se contribuyó al logro del objetivo de mejorar el perfil de vencimientos de la deuda pública.

3.7. Evolución de la Calificación crediticia y perspectivas

3.7.1. Perspectiva crediticia del Paraguay

Las calificaciones crediticias soberanas otorgadas por las agencias Moody's Investor Service, Standard & Poor's, y Fitch Ratings muestran un claro aumento en los últimos quince años. Desde el 2004 en adelante, la calificación ha pasado de B- a la actual Ba1 (Moody's) y BB+ (Fitch), ubicando al país con ambas agencias a un peldaño para alcanzar el grado de inversión. En tanto que la calificación de S&P para Paraguay es de BB, por lo que está a dos peldaños del grado de inversión. Al año 2020, las tres agencias calificadoras ubican al país en grado especulativo con riesgo razonable, es decir, con

riesgo de impago en particular en caso de cambios adversos en las condiciones económicas o de negocios a través del tiempo, pero con flexibilidad financiera para soportar el servicio de compromisos financieros.

El país ha accedido a una calificación crediticia desde el año 1995, cuya evolución se demuestra en la siguiente tabla:

Tabla 12 Evolución de la calificación crediticia del Paraguay, 1995-2020

Año	S&P Global Ratings	Moody's	Fitch Ratings
1995	BB-		
1996	BB-	B2	
1997	BB-	B2	
1998	BB-	B2	
1999	B	B2	
2000	B	B2	
2001	B	B2	
2002	B-	B2	
2003	B-	Caa1	
2004	B-	Caa1	
2005	B-	Caa1	
2006	B-	Caa1	
2007	B	Caa1	
2008	B	B3	
2009	B	B3	
2010	B+	B1	
2011	BB-	B1	
2012	BB-	B1	BB-
2013	BB-	Ba3	BB-
2014	BB	Ba2	BB-
2015	BB	Ba1	BB
2016	BB	Ba1	BB
2017	BB	Ba1	BB
2018	BB	Ba1	BB+
2019	BB	Ba1	BB+
2020	BB	Ba1	BB+

Fuente: Dirección de Política de Endeudamiento – MH.

El país viene gozando de una buena percepción desde el año 2013, año en el cual se realizó la primera emisión soberana por USD 500 millones, a 10 años de plazo y a una tasa de del 4,625. Las calificaciones otorgadas a las sucesivas emisiones, acompañan la calificación soberana del país. La estabilidad macroeconómica que ha caracterizado al país en los últimos años ha permitido fortalecer la ubicación del mismo mercado de inversionistas internacionales, y los resultados de las emisiones y colocaciones reafirman la buena percepción que rodea a la imagen del país.

No obstante, la pandemia complicó las perspectivas de crecimiento y de desarrollo económico de los países del mundo y de la región, generando un escenario complicado que se ha convertido en una de las mayores pruebas que enfrentan los países en el proceso de evaluación y calificación por parte de las principales agencias calificadoras de riesgos. Aun así, ante esta turbulencia Paraguay ha

logrado destacarse como uno de los pocos países de la región que ha mantenido su calificación crediticia y su perspectiva durante el año 2020.

Figura 8 Calificación crediticia de países de la región en el 2020

Calificaciones Soberanas - Año 2020

	S&P	Moody's	Fitch
Paraguay	BB	Ba1	BB+
Perú	BBB+	A3	BBB+
Uruguay	BBB	Baa2	BBB-
Brasil	BB-	Ba2	BB-
Colombia	BBB-	Baa2	BBB-
Chile	A+	A1	A-
Ecuador	B-	Caa3	B-
Bolivia	B+	B2	B
Argentina	CCC+	Ca	CCC

Perspectiva Estable
 Perspectiva Negativa
 Con alguna rebaja de calificación entre enero-diciembre/2020

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

A diferencia de Paraguay, los demás países de la región sufrían una reducción en su calificación de riesgo o un cambio de perspectiva, en un escenario marcado con una de las peores crisis económicas de la historia mundial, generada por el Covid-19.

La recuperación económica de la región dependerá primordialmente de la evolución de la economía mundial y del dinamismo de los flujos internacionales de comercio y finanzas hacia la región.

Para Paraguay, la meta para los próximos 5 años es la de alcanzar el grado de inversión, de manera que el país pueda tener acceso a un menor costo a los recursos financieros. Sin embargo, para hacer realidad alcanzar esta meta, el gran desafío sigue siendo dar fortaleza y solidez al área institucional, para lo cual el gobierno está impulsando una serie de reformas en diferentes ámbitos, por lo que está trabajando en la Agenda de Transformación del Estado con la propuesta de reforma del servicio civil, el fortalecimiento de la institucionalidad fiscal, el mejoramiento de las compras públicas y la reorganización de las estructuras del estado, todo esto significará un cambio en la mejora de la gestión para la provisión de mejores bienes y servicios en beneficio de la sociedad.



Otras aristas no menos importantes, señaladas por las agencias calificadoras como aspectos a ser abordados en el camino para alcanzar el grado de inversión, están enmarcadas en la necesidad de avanzar en la diversificación y la reducción de la volatilidad económica, de manera a reducir el impacto de los eventos climáticos y externos, e impulsar el crecimiento económico de manera a converger a niveles de PIB per cápita de países de calificaciones más altas.

La crisis sanitaria ubica al país en un escenario cargado de mayores desafíos, por lo que las estrategias de mitigar el impacto y los planes de reactivación económica deberán ir de la mano de una visión multidimensional en el mundo post COVID-19, orientado a fortalecer las instituciones y la gestión económica.

IV. FUENTES DE FINANCIAMIENTO

4.1 Financiamiento Externo.

4.1.1 Bonos Soberanos.

Como fuera mencionado, el crédito externo procedente de los préstamos con organismos bilaterales y multilaterales continúa representando la fuente más importante de financiamiento para el Sector Público en Paraguay después de los Bonos Soberanos.

En el caso del financiamiento vía Bonos en los mercados internacionales, Paraguay a través del Ministerio de Hacienda, ha logrado un rotundo éxito en sus colocaciones de Bonos Soberanos en el mercado internacional, siendo la primera colocación en 2013, que obtuvo la tasa más baja (4,625%) de la historia de los mercados financieros internacionales para un Bono Soberano inaugural¹⁹. Luego de la primera emisión exitosa, Paraguay continuó acudiendo a los mercados internacionales en los últimos años con nuevas emisiones de 10, 11, 30, 31 años (Bono 2044, Bono 2026, Bono 2027, Bono 2048, Bono 2050, Bono 2031, Bono 2033), la reapertura del Bono 2023 en el año 2015 y las reaperturas del Bono 2050 en los años 2020 y 2021. *Ver anexo 6.2 Condiciones Financieras – Bonos Internacionales.*

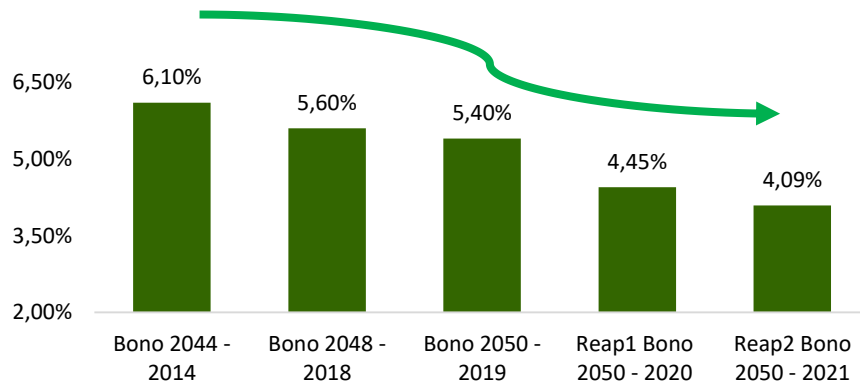
a. Evolución de la curva de rendimientos de USD de Paraguay.

Conforme Paraguay se fue afianzando en los mercados internacionales cada año con las emisiones de bonos soberanos realizadas, la construcción de la curva de rendimientos en USD del Paraguay fue posible, al mismo tiempo que las condiciones financieras se hacían más favorables para el país. Por ejemplo, en el año 2018 Paraguay realizó la emisión de su segundo título a 30 años, el Bono 2048, y con relación a la tasa de interés obtenida, fue la mejor a la que la República había accedido para un título de este tenor de vencimiento hasta ese momento, en comparación a la primera emisión de bonos a 30 años cuya tasa fue del 6,1% en el año 2014.

Seguidamente, en el año 2019, Paraguay volvió a realizar una emisión de un nuevo título del mismo tenor que el realizado en los años 2014 y 2018. Nuevamente, se lograron mejorar las condiciones de financiamiento, ya que se obtuvo una tasa de interés de 5,4% en comparación a la tasa de 5,6% obtenida para el Bono 2048 y a la tasa de 6,1% del Bono 2044. Posteriormente, en los años 2020 y 2021 se realizaron reaperturas del Bono 2050 y se logró mejorar aún más las condiciones financieras, obteniendo rendimientos de 4,45% y 4,09% respectivamente y esto representa una disminución de 200 puntos básicos en comparación a la primera emisión a 30 años en el año 2014.

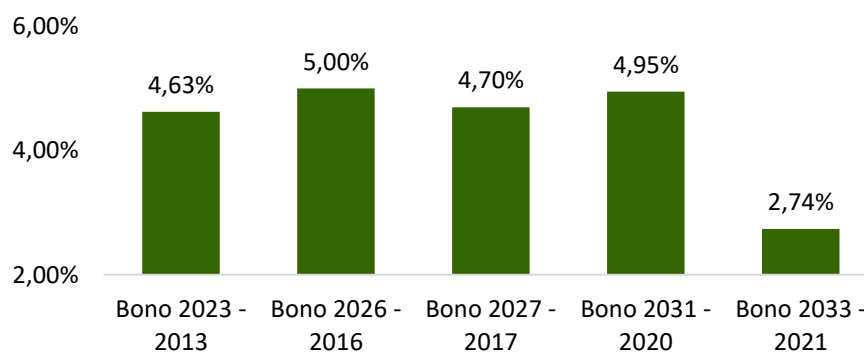


¹⁹ Bloomberg

Figura 9 Condiciones Financieras Favorables – Emisiones Soberanas a 30 y 31 años

Fuente: MH – Dirección de Política de Endeudamiento.

En lo que respecta a las emisiones de bonos soberanos de menor tenor, es decir 10 y 11 años, el escenario fue similar al descrito anteriormente. Por ejemplo, en la emisión de Bonos 2033 realizada a principios del 2021, se efectuó una colocación a 11 años de plazo y la misma ha obtenido la tasa de interés más baja a la que el país pudo acceder en toda su historia para plazos comparables, 2,739% e incluso esta tasa de interés está por debajo del costo de financiamiento de países con grado de inversión. Este hecho nuevamente refleja que el mercado de capitales ya otorga a Paraguay un status de país con grado de inversión. Si se compara la tasa de 2,739% obtenida para el bono de 11 años con la última emisión comparable realizada en el mes de abril de 2020, se observa una reducción sustancial de 225 puntos básicos en la misma.

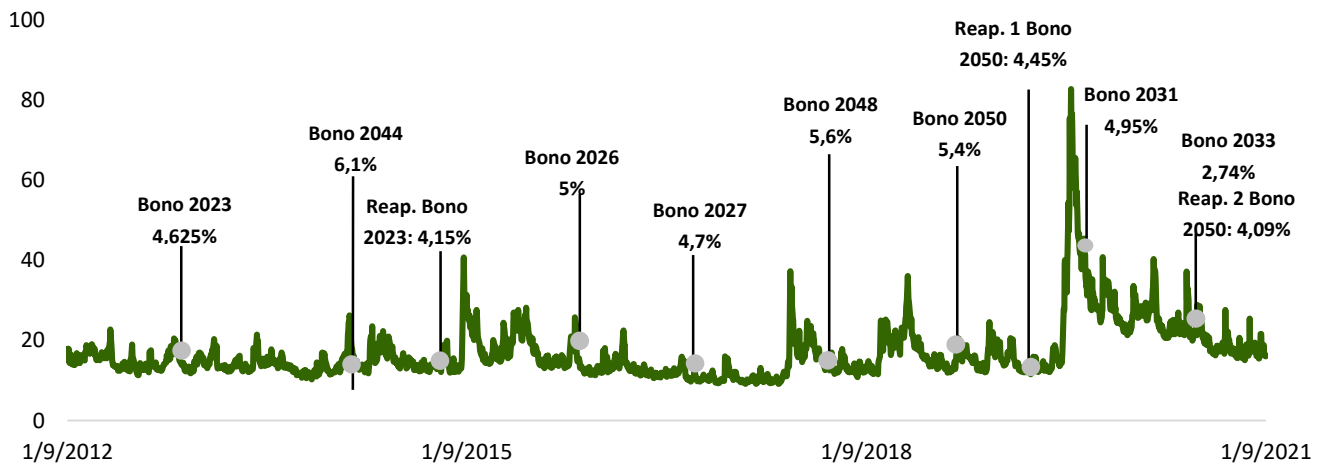
Figura 10 Condiciones Financieras Favorables – Emisiones Soberanas a 10 y 11 años

Fuente: MH – Dirección de Política de Endeudamiento.

Cabe resaltar que las tasas de interés de financiamiento de los Bonos Soberanos también dependen de las condiciones del mercado y de cómo se aprovechen las ventanas de oportunidades del mercado para realizar una colocación exitosa. En ese sentido, el Índice VIX, es un indicador que permite conocer en cierta medida la volatilidad futura del mercado, de manera a tener la información adecuada

para aprovechar la mejor ventana de oportunidad del mercado, ya que la volatilidad está muy relacionada al spread del título. En la siguiente figura se detalla la evolución del Índice VIX²⁰ y las diferentes emisiones ejecutadas por el Paraguay:

Figura 11 Índice VIX y las emisiones soberanas del Paraguay



Fuente: Bloomberg, MH – Dirección de Política de Endeudamiento.

4.1.2. Préstamos Externos

Para el periodo de 2021-2025, el Ministerio de Hacienda planea seguir recurriendo al financiamiento otorgado por los organismos de crédito multilaterales y bilaterales a través de los préstamos, los cuales, por lo general, poseen condiciones financieras más asequibles que los bonos soberanos y a su vez permiten financiar proyectos estratégicos de gran envergadura e importancia para el país.

Al año 2020, la cartera de la Administración Central de préstamos otorgados por organismos de crédito multilaterales y bilaterales ascendía a USD 4.058,3 millones, de los cuales el 95% correspondía a préstamos con organismos multilaterales y el 5% correspondía a préstamos con organismos bilaterales. Además, dentro de la cartera de préstamos de acreedores oficiales se destacan el BID, con el 51,9% del total, el BIRF con 18,9% del total y la CAF con el 18,5% del total, entre los principales acreedores multilaterales.

²⁰ El VIX es un índice de volatilidad en los mercados en tiempo real, cuantifica las expectativas del mercado, la misma funciona como un termómetro del sentimiento de los inversores.

Tabla 13 Composición de la cartera de préstamos vigente del Paraguay, 2020.

Acreedores Oficiales	Saldo Deuda 2020 (millones USD)	% Total
Organismos Multilaterales	3.854,6	95,0
BID	2.108,0	51,9
BIRF	768,6	18,9
CAF	749,9	18,5
FONPLATA	166,3	4,1
FIDA	22,0	0,5
ADIF	2,7	0,1
OPEP	37,0	0,9
Organismos Bilaterales	203,7	5,0
JICA	173,5	4,3
EXIMBANK CHINA	3,3	0,1
ICO	26,8	0,7
Acreedores Oficiales	4.058,3	100,0

Fuente: MH – Dirección de Política de Endeudamiento

4.2 Financiamiento Interno: Mercado Doméstico.

4.2.1 Mercado primario

El saldo total de bonos en el mercado doméstico asciende a PYG 3.166.510 millones, que representa el 1,3% del PIB nominal para el 2020 y el 4,5% de la Deuda de la Administración Central. A partir del año 2017, las emisiones se llevaron a cabo a través de la Bolsa de Valores y Productos de Asunción (BVPASA) y la custodia de los mismos en el Banco Central del Paraguay (BCP). Este mecanismo de negociabilidad, apunta a unificar la custodia de los Títulos del Tesoro y a dotar de mayor liquidez a los mismos. Es importante mencionar que en el año 2014 se realizó por primera vez, la emisión a través de la (BVPASA).

Desde el año 2018 se viene incursionando en el mercado interno con bonos a largo plazo, y por primera vez se realiza la emisión de un título a 10 años de plazo, a una tasa de 7,90%, seguidamente en el año 2020 el Tesoro emite por primera vez títulos a 15 y 20 años de plazo, a tasas de 9,50% y 9,90% respectivamente, recibiendo una demanda de casi 5 y 4 veces más de lo licitado en cada ocasión. Se ha logrado innovar en el mercado interno con emisiones de títulos de mayor madurez, lo cual representa un paso importante en el desarrollo de una curva de rendimientos de Bonos del Tesoro y demuestra la capacidad de negociar títulos a plazos semejantes a los de los mercados internacionales.

Al respecto, en el año 2020 se ha emitido el equivalente a UDS 191,4 millones en 10 subastas. Los plazos colocados fueron de 6 años, 7 años, 10 años a tasas de 7.20%, 7.75%, y 7.90% respectivamente. Además, la República realizó la emisión de este instrumento a largo plazo, a 15 y 20

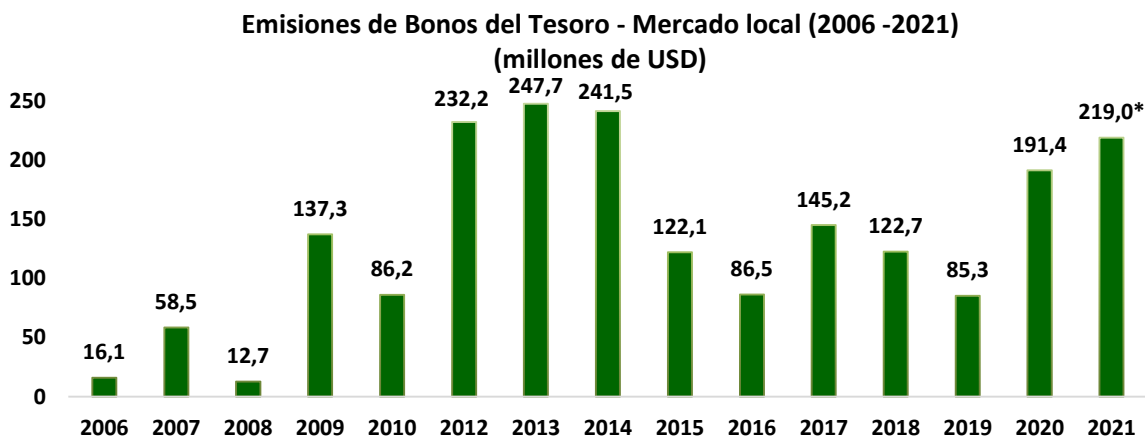
años, a tasas de 9.50% y 9.90% respectivamente, lo cual contribuye a la profundización y fortalecimiento del mercado local. Del mismo modo esto permite:

- i) Una gestión de deuda más efectiva aumentando el vencimiento promedio de la cartera;
- ii) Favorece al desarrollo económico abriendo el mercado a inversionistas de largo plazo;
- iii) Extiende la curva de rendimiento de referencia del mercado que puede servir para una futura emisión internacional del mismo plazo en guaraníes;
- iv) La reapertura de títulos otorga mayor liquidez en los distintos plazos, contribuyendo a la profundización del mercado.

En los últimos años se ha mantenido el compromiso de impulsar las emisiones de Bonos del Tesoro del mercado doméstico incrementando su participación, esto, a fin de fortalecer el mercado local de capitales y mitigar el riesgo de tipo de cambio del endeudamiento público. De esta forma, desde el año 2016 al año 2020, las emisiones se incrementaron en Gs. 830,6 miles de millones.

Figura 12

Emisiones anuales de Bonos del Tesoro, 2006-2021



*Datos estimados al cierre del año 2021.

Fuente: MH – Dirección de Política de Endeudamiento.

4.2.2 Base de Inversionistas

Como se expone en la tabla 13, el sistema financiero de Paraguay en los últimos años se ha diversificado. Las Tenencias de los activos del sistema financiero al cierre del año 2020, en su mayor proporción, corresponden a los Bancos y Financieras con el 59,38%, incrementado su participación con respecto al año 2019. El segundo mayor tenedor de finales del año 2020 es el Fondo de Garantías de Depósitos con el 31,73%, luego de ubicarse en el año 2019 como el mayor tenedor de bonos del mercado local. Seguidamente se encuentran las Personas Jurídicas representadas por el 4,98% al año 2020, Inversores Institucionales con el 3,49%, incrementando así su participación en relación al año 2019 cuyo porcentaje de tenencia ascendía al 0,04% y finalmente Personas Físicas con el 0,41% al cierre del año 2020.

Tabla 14 Tenedores de Bonos del Tesoro. Año 2020

Tenedores	Año 2019		Año 2020	
	Monto USD	% de Tenencia	Monto USD	% de Tenencia
Bancos y Financieras	171.968.220	43,87%	272.515.366	59,38%
Fondo de Garantía de Depósitos	187.368.165	47,80%	145.618.403	31,73%
Persona Jurídica	25.348.125	6,47%	22.873.259	4,98%
Inversor Institucional	169.530	0,04%	16.038.150	3,49%
Persona Física	7.142.414	1,82%	1.861.999	0,41%
TOTAL	391.996.454	100%	458.907.177	100%

Fuente: MH – Dirección de Política de Endeudamiento.

Cabe resaltar que las operativas del BCP para la emisión, negociación y pagos de Bonos del Tesoro Público registrados en la Depositaria de Valores del BCP se han modificado a través de la Resolución BCP N°21/2020, que regula la Custodia de Inversores financieros no residentes, a fin de facilitar el acceso a inversionistas extranjeros al mercado local de bonos.

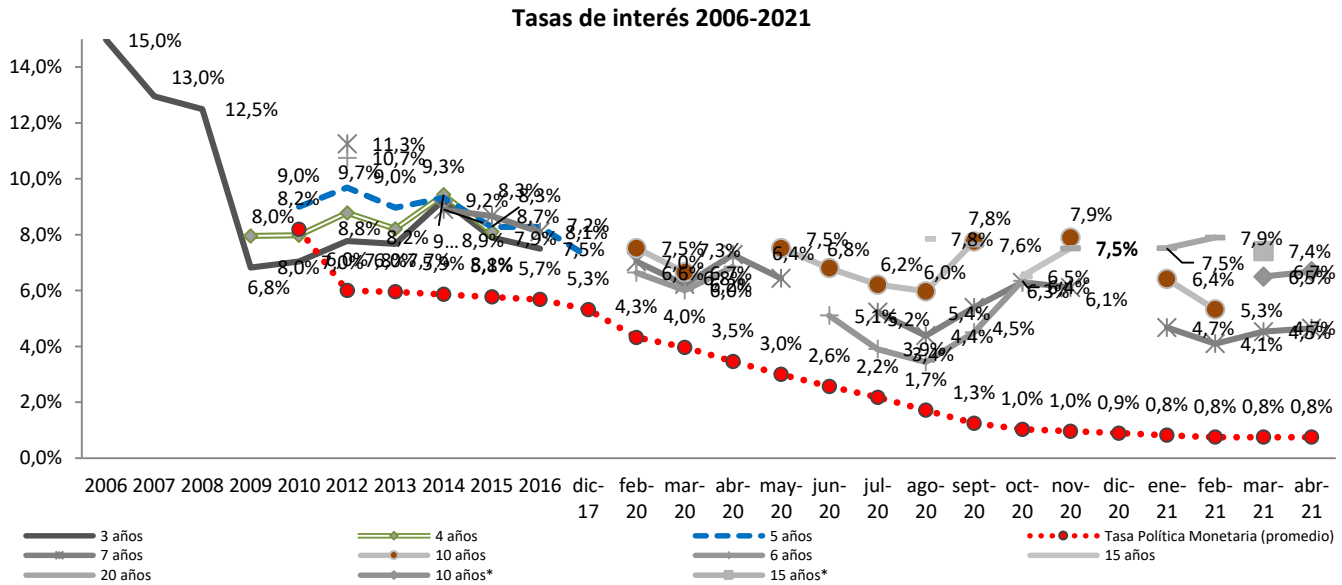
4.2.3 Evolución de Condiciones Financieras. Periodo 2006-2020

En la siguiente Figura se puede observar la evolución de las tasas de colocación de los Bonos del Tesoro desde el año 2006 hasta el año 2020.

Para el año 2020, el plazo promedio de maduración de la deuda interna se ha ampliado a 4,98 años, mientras la tasa promedio ponderada fue de 7,75%. Además, se han emitido títulos en puntos estratégicos de la curva, con el fin de fomentar la participación de inversores de corto, mediano y largo plazo, para de esta forma contribuir a la dinamización del mercado interno. En la Figura 17, se puede observar la reducción de las tasas nominales desde el año 2015, evidenciando el logro de mejores condiciones financieras.

Figura 13

Condiciones Financieras de Bonos del Tesoro. Periodo 2006-2021

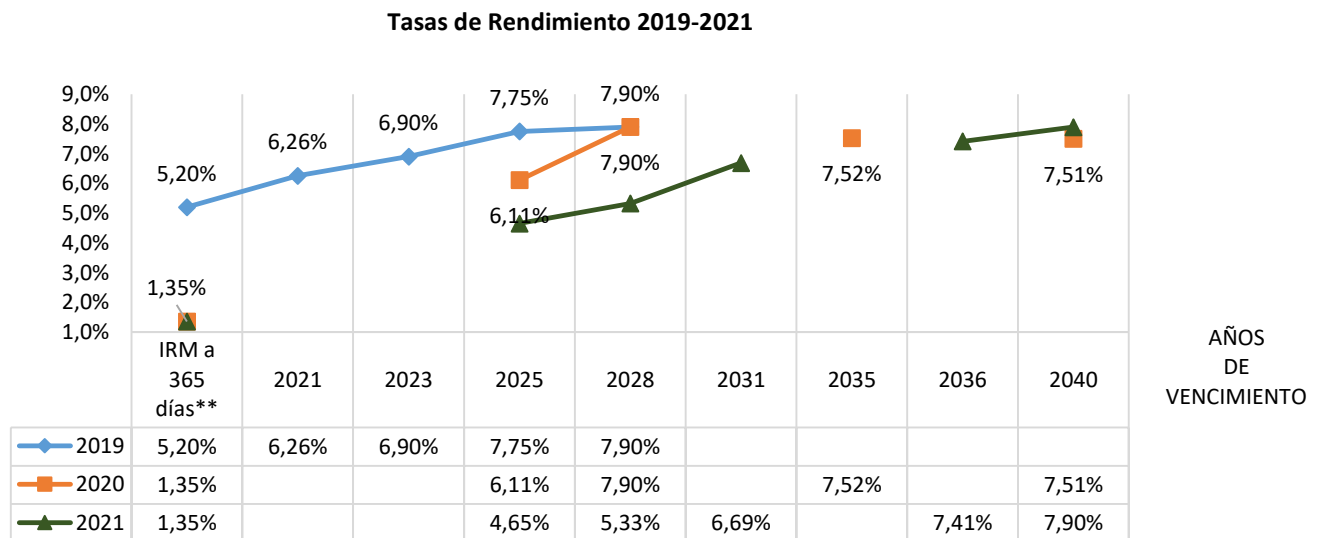


Fuente: MH – Dirección de Política de Endeudamiento.

En la siguiente figura, se presentan las tasas de rendimiento de los Bonos del Tesoro Público al primer cuatrimestre del 2021, las cuales se han mantenido por debajo de las tasas nominales, demostrando una tendencia decreciente en los últimos años, así también se muestran los rendimientos de las Letras de Regulación Monetaria que representan la parte corta de la curva de rendimientos del mercado doméstico paraguayo.

Figura 14

Evolución de las Tasas de los Bonos del Tesoro. Periodo 2019- 2021



Fuente: MH – Dirección de Política de Endeudamiento.

Actualmente, las cooperativas han incursionado en la adquisición de Bonos del Tesoro, aunque sus preferencias de inversión se direccionan a otras áreas, por ello como se observa en la tabla 14, los bancos poseen el 86% de los activos del sector financiero al cierre del 2020, las cooperativas el 11% y por último las financieras con el 3%.

Tabla 15 Total de Activos del Sector Financiero (al 31/12/2020)

Total Activos			
	PYG (mil millones)	% del Total	% del PIB ²¹
Bancos	162.511	86%	78,4%
Cooperativas²²	19.839	11%	9,6%
Financieras	5.937	3%	2,9%
Total	188.287	100%	100%

Fuente: BCP – INCOOP. Datos al 31/12/2020

El sistema financiero presenta una liquidez manifiesta en activos, fondos disponibles e inversiones temporales, en el cual el ratio de disponibilidades más inversiones alcanzó 17,66% del total de activos a diciembre del año 2020.

Como se observa en la Tabla 15, los bancos tienden a mantener un porcentaje determinado de sus activos en títulos emitidos por el sector público: Letras de Regulación Monetaria (LRM) emitidas por el BCP, Bonos del Tesoro y Bonos de la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD). Estos porcentajes varían para cada entidad, y a lo largo de los años la participación dentro del sistema bancario sobre el total de Activos se ubicaba en el 11%.

Tabla 16 Tenencia de títulos públicos en el sistema bancario

(PYG miles de millones)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
LRM						
Total	4.317	7.073	10.729	9.339	9.948	11.438
% sobre Total Activos	7,8%	11,7%	8,8%	7,6%	6,9%	6,8%
Bonos del Tesoro						
Total	2.943	2.458	2.463	2.478	2.531	3.168
% sobre Total Activos	5,3%	4,0%	2,0%	2,0%	1,8%	1,9%
Bonos de la AFD						
Total	1.423	1.923	2.182	3.042	3.467	4.250
% sobre Total Activos	2,6%	3,2%	1,8%	2,5%	2,4%	2,5%
Total títulos públicos						
Total	8.683	11.453	15.374	14.859	15.946	18.856
% sobre Total Activos	16%	19%	13%	12%	11%	11%

Fuente: MH – BCP

²¹ Anexo Estadístico del BCP, PIB 2020: PYG 207.199 miles de millones

²² Activos de las cooperativas de ahorro y crédito Tipo A al cierre del ejercicio 2020



La tenencia de Bonos del Tesoro en el año 2020 en manos del sistema financiero se concentró en 14 bancos.

Extrapolando el crecimiento de los activos de los bancos durante los últimos años y asumiendo una distribución constante entre LRM del 6,8% y Bonos del Tesoro del 1,9%, se proyecta la capacidad de absorción de los principales inversores en Bonos del Tesoro, en donde el volumen de dichos montos proyectados daría entre USD 470 – 516 Mill.

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

- ✓ Conformación del Equipo Consultivo Interinstitucional, compuesto por representantes del Ministerio de Hacienda y del Banco Central del Paraguay, al cual corresponde analizar las condiciones macroeconómicas y de mercado, entre otras funciones.
- ✓ Conformación del Comité de Colocación de Bonos, facultado a evaluar las ofertas recibidas a través de la Licitación Pública Nacional y determinar la aceptación o no de las mismas conforme a criterios técnicos.
- ✓ Modificación del Decreto que establece el marco general de emisión, negociación, colocación, mantenimiento en circulación, rescate y rescate anticipado de los bonos de la Tesorería General.
- ✓ Calendario preanunciado de subastas.
- ✓ Reapertura de bonos ya emitidos.
- ✓ Activa interacción con los principales inversionistas a fin de considerar la perspectiva del mercado en cuanto a plazos y tasas de emisión.
- ✓ Estandarización de los procesos de liquidación de los intereses y el principal.
- ✓ Estandarización de los procesos de subastas, mediante la implementación de la Subasta Holandesa.
- ✓ Impulso de la participación del mercado interno de capitales a través de las emisiones de Bonos del Tesoro.
- ✓ Diversificación de plazos de los Títulos del Tesoro y emisión de Títulos a largo plazo (10-20 años).
- ✓ Aumento de la vida promedio de la deuda.
- ✓ Desarrollo de una curva de rendimientos de Bonos del Tesoro que permite establecer tasas referenciales para operaciones y proyectos de mediano plazo.
- ✓ Facilidad de acceso a inversionistas extranjeros al mercado local de Títulos del Tesoro.
- ✓ Aprobación de la Ley N°6638/2020 que otorga la posibilidad de realizar administración de pasivos y aceptar ofertas bajo la par.
- ✓ Proyecto de modificación de la Ley N° 268/2013, incorporación de nuevas modalidades de subasta e implementación de herramientas digitales.

V. ESTRATEGIA DE LA DEUDA PÚBLICA 2021-2025

5.1 Lineamientos y Referencias Estratégicas para la Gestión de la Deuda Pública 2021-2025

El delineamiento de la estrategia de deuda se basó en el análisis de diferentes aspectos que caracterizan actualmente a la deuda pública como: i) el moderado nivel de stock de deuda con relación al PIB, ii) la composición de la cartera de deuda en cuanto a monedas y a su exposición al riesgo del tipo de cambio, iii) la composición de la cartera de deuda en cuanto a los instrumentos financieros utilizados, los tipos de tasas y la exposición al riesgo de tasa de interés; iv) el perfil de vencimientos de cartera de deuda pública y su exposición al riesgo de refinanciamiento; v) el volumen de colocaciones de bonos internos y la base de inversionistas en el mercado doméstico, los cuales han mejorado en el periodo de la estrategia de endeudamiento anterior y, finalmente, vi) la necesidad de establecer metodologías para la realización de operaciones de manejo de pasivos, teniendo en cuenta principalmente, el volumen de deuda emitido en los mercados internacionales.

Una manera de gestionar los riesgos que pueden afectar a la cartera de deuda del país es a través de la diversificación de las fuentes de financiamiento; por lo que se han analizado distintos escenarios con diferentes fuentes de financiamiento que incluyen el fomento de la participación de la deuda interna dentro de la deuda total y la modificación del porcentaje de participación de los instrumentos emitidos en el mercado internacional. En todos los casos, se han simulado escenarios extremos e intermedios en cuanto al porcentaje de distribución entre deuda interna y deuda externa de las necesidades de financiamiento para los próximos años y los costos y los riesgos que puede tener esta política de diversificación.

Para estimar el costo de las diferentes estrategias simuladas a través de los escenarios supuestos, se utilizaron como indicadores la razón deuda pública/PIB y la razón intereses/PIB, mientras que en el caso del riesgo se lo midió como la variación en el costo cuando la tasa de interés y el tipo de cambio varían a través de *shocks* en el mercado, según los escenarios simulados.

5.2 Definiciones y metodología

La Estrategia de Endeudamiento de Mediano Plazo (2021-2025) fue elaborada siguiendo la metodología propuesta por la herramienta de Estrategia de Gestión de la Deuda a mediano plazo (MTDS, por sus siglas en inglés). Esta herramienta es un marco que fue desarrollado por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional de manera a orientar las decisiones de gestión de la deuda y las operaciones de las autoridades gubernamentales. El MTDS vincula el nivel de endeudamiento en línea con la política macroeconómica; ayuda a los países a diseñar su estrategia de endeudamiento eficiente de mediano plazo, lo cual les permite identificar correctamente los riesgos que afectan a la deuda pública y mantener estos riesgos mitigados y en niveles aceptables (Estevao, 2019).

Los resultados obtenidos a través de la utilización de la herramienta MTDS fueron procesados en dos etapas; en la primera; se analizó a detalle la situación actual de la cartera de deuda, en cuanto al stock y sus características y se realizó un análisis de Indicadores de Costo y Riesgo para ese stock de la deuda de la administración central al cierre del año 2020.

Posteriormente, en la segunda etapa, se tomaron en cuenta las proyecciones de los indicadores fiscales (ingresos, gastos, resultado fiscal), las proyecciones de las variables macroeconómicas (tipo de cambio, tasas de interés, PIB), las necesidades de financiamiento de la Administración Central para el periodo considerado, y, a través de la simulación de diversas estrategias de endeudamiento en un escenario de base y otros de shock, fue posible obtener los Indicadores de Costo y Riesgo para cada escenario.

A partir de la comparación los resultados obtenidos a través de las estrategias simuladas fue posible la elección de la estrategia adecuada a ser adoptada para el periodo 2021-2025. En ese sentido, los resultados presentados en esta sección, **corresponden a la estrategia seleccionada**, considerada como ideal para la concertación de objetivos de política descriptas en el presente documento, la cual corresponde a la de “disminuir el volumen de emisiones de bonos en los mercados internacionales, sin afectar la participación periódica del Paraguay en los mismos equilibrando el financiamiento externo con préstamos que poseen mejores condiciones financieras, y al mismo tiempo de fomentar las emisiones de bonos en el mercado local.”

5.3 Resultados obtenidos.

A partir de la estrategia de endeudamiento seleccionada con base a los resultados obtenidos a partir de la herramienta MTDS, se presenta la siguiente tabla que resume los principales Indicadores de Costo y Riesgo de la deuda pública de la Administración Central para el año 2025.

Tabla 17 Resultados obtenidos de la Herramienta MTDS.

Indicadores de Costo y Riesgo		2020	2025 (*)
		Niveles Actuales	Niveles Esperados
Deuda Pública/PIB (%)		28,9	31,2
Intereses de la Deuda/PIB (%)		1,2	1,3
Tasa de Interés Implícita (%)		4,0	4,6
Riesgo Cambiario	% Deuda Pública en Moneda Extranjera	95,5	88,6
Riesgo de Refinanciamiento	Deuda que vence a 1 año (% del Total)	3,2	6,9
	Deuda que vence a 3 años (% del Total)	16,2	16,0
	ATM Deuda Externa (en años)	13,0	11,3
	ATM Deuda Interna (en años)	4,7	9,6
	ATM Deuda Total (en años)	12,6	11,1
Riesgo de Tasa de Interés	ATR (en años)	9,7	8,2
	Deuda que refija a 1 año (% del Total)	32,8	40,1
	Deuda a Tasa Fija (% del Total)	69,0	65,4

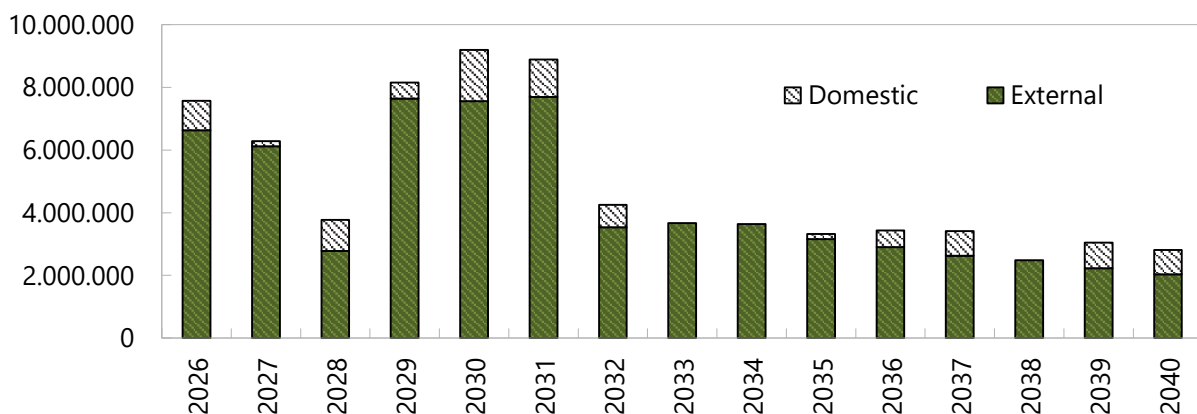
(*) Los resultados obtenidos a través de la simulación de la herramienta MTDS utilizada para determinar la estrategia son referenciales y no mandatorios y sirven como guía para conocer cuáles podrían ser bajo los supuestos establecidos las características de la deuda pública al final periodo de la estrategia de endeudamiento. La misma será revisada cada dos años, por lo que podría sufrir variaciones.

Fuente: Elaboración con base a la herramienta MTDS.

Bajo la estrategia de endeudamiento seleccionada, los resultados obtenidos demuestran que el nivel de deuda pública/PIB se ubicaría en torno al 31,2% aproximadamente para finales del año 2025 y que la carga de intereses anual representaría alrededor del 1,3% del PIB. Además, con la diversificación de las fuentes de financiamiento y el fomento de las emisiones de bonos en el mercado local, la proporción de deuda externa disminuiría de 95,5% en el 2020 a 88,6% para el 2025.

Por otro lado, el perfil de vencimientos de la deuda pública con la aplicación de la estrategia de endeudamiento escogida sería como se observa en la figura a continuación.

Figura 15 Perfil de Vencimientos de la Deuda Pública, 2026-2040



Fuente: Elaboración propia con base a la herramienta MTDS.

Con la estrategia de endeudamiento a ser adoptada se pretende tener un perfil de vencimientos mejor distribuido en el largo plazo de manera a reducir el riesgo de refinanciamiento. Además, como se pretende aumentar el volumen de emisiones de bonos dentro del mercado local, se observa una mayor proporción de vencimientos de la deuda doméstica, en comparación a la distribución de vencimientos actual del stock de la deuda, con lo cual se estaría mitigando en parte el riesgo cambiario.

Así mismo, para disminuir la concentración de vencimientos de los bonos soberanos en los años 2026, 2027, 2029, 2030 y 2031, se pretende llevar a cabo operación de administración de pasivos de manera periódica y de esa forma disminuir el riesgo de refinanciamiento al mínimo posible. Cabe destacar que la figura no refleja las operaciones de administración de pasivos que se planean realizar en el periodo de estrategias.

Con base al análisis de los costos y riesgos se determinaron los siguientes lineamientos estratégicos para el manejo de la deuda pública en el periodo 2021 – 2025:

- i. Diversificación de las fuentes de financiamiento de manera a reducir los riesgos cambiarios y de tasas de interés;
- ii. Mitigar los riesgos de mercado y de refinanciamiento a través del establecimiento de Referencias y otras medidas.

A través de la diversificación de las fuentes de financiamiento se busca asegurar al gobierno el acceso a recursos en circunstancias de *shocks* externos que generen desequilibrios fiscales y aumentos inesperados de las necesidades de financiamiento. Este lineamiento estratégico estará sustentado en tres líneas de acciones concretas: i) el dar continuidad al programa de emisión de bonos en los mercados internacionales, con el fin de mantener la presencia periódica del país en el mercado externo; ii) el fortalecer el programa de emisiones en el mercado local, denominados en guaraníes, contribuyendo a la profundización del mercado primario y disminuyendo el riesgo cambiario y iii) el financiamiento de proyectos de inversión pública a través de préstamos otorgados por los organismos de crédito multilaterales y bilaterales a condiciones financieras favorables para la República.

En el mercado doméstico, se considerará la posibilidad de crear nuevos instrumentos en la parte corta de la curva de rendimientos de bonos del tesoro, teniendo en cuenta la demanda del mercado, donde los principales compradores de títulos de deuda en el mercado interno son los bancos, las entidades financieras y las casas de bolsas, y aprovechando los menores costos de financiamiento de los títulos a corto plazo. Así mismo, se seguirá fomentando la emisión de instrumentos a largo plazo dada la apertura del sector financiero a adquirir bonos a largo plazo.

En cuanto a las fuentes de financiamiento externas, se buscará acudir a los mercados internacionales cuando las tasas de interés se encuentren a niveles atractivos y las condiciones financieras internacionales sean las más favorables. Además, la República se seguirá apoyando en el financiamiento otorgado por los organismos multilaterales a la hora de financiar determinados proyectos de inversión.

De manera a mitigar los riesgos de mercado y de refinanciamiento, en el marco del segundo lineamiento estratégico, en la tabla 20, se exponen las Referencias establecidas en la estrategia de endeudamiento de mediano plazo (2021–2025) con respecto a algunos indicadores, los cuales reflejan el balance entre costo y riesgos deseados por el Gobierno al final del periodo de la estrategia y, además, resume la situación actual:

Tabla 18

Referencias con relación a los Indicadores de Riesgos de los Lineamientos para la Gestión de la Deuda Pública

Exposición de Riesgos	Indicadores	Nivel Actual (2020)	Metas Referenciales (*)
Riesgo cambiario	% de deuda en moneda extranjera	95,5%	90% ± 3%
Riesgo de refinanciamiento	ATM Deuda Interna (años)	4,7	8-10
	Refinanciamiento de la deuda en 3 años (porcentaje del total)	16,2%	≤25
Riesgo de tasas de interés	Deuda que se refija a 1 año (% del total)	32,8%	≤35

(*) Las metas fijadas son referenciales, las mismas serán revisadas cada dos años, por lo que podrían sufrir variaciones.

Fuente: Elaboración con base a la herramienta MTDS

5.4 Medidas para el desarrollo del mercado domestico

Con esta estrategia de endeudamiento a ser adoptada, se buscará fomentar el desarrollo del mercado local de capitales. Para ello se adoptará una serie de medidas que incluirán

- i) La diversificación de la base de inversionistas del mercado interno: se buscará ampliar la base de inversores del mercado local con la apertura a agentes no residentes y la introducción de agentes que forman parte del sistema de pensiones.
- ii) Consolidación de la curva de rendimientos de Bonos en el mercado local, a través de la creación de nuevos *benchmarks*, en especial en la parte corta de la curva, de manera a aprovechar los menores costos de financiamiento, pero sin dejar de lado la emisión de los bonos a largo plazo existentes actualmente.
- iii) Mayor dinamismo a través de cambios en la Reglamentación de las emisiones, por ejemplo, la liberación de la restricción de colocar títulos a la par o bajo la par en el mercado doméstico, la adopción de nuevos mecanismos que favorezcan subastan más competitivas.
- iv) Seguir manteniendo las buenas prácticas que permitan mantener la comunicación directa y periódica con los inversionistas locales a lo largo del año, continuar con la publicación anual del calendario de emisiones que permitan mantener la previsibilidad en el mercado y trabajar coordinadamente con el Banco Central del Paraguay.

- v) Trabajo coordinado con el Banco Central, en cuanto a la sistematización de negociabilidad de títulos del Tesoro para dotar de mayor liquidez y movimiento en el mercado secundario.
- vi) Trabajar en la creación del *framework* que permita la utilización de esquemas de emisión de Bonos verdes, sociales y sostenibles en el mercado interno/externo para el financiamiento de proyectos de inversión pública estratégicos para la República.

5.5 Escenarios de Shocks para la Estrategia de Endeudamiento

De manera a corroborar cuál sería el resultado de la estrategia ante la materialización de posibles shocks, se han simulado la activación de las garantías otorgadas por la Administración Central y variaciones en el escenario base de proyecciones de crecimiento del PIB nominal de la economía.

a. Materialización de una porción de los Pasivos Contingentes y Garantías.

Se ha utilizado el supuesto de la materialización del 20% del monto total correspondientes a los Pasivos Contingentes y Garantías otorgadas por la Administración Central a las entidades públicas financieras y no financieras. La materialización de este supuesto implica el aumento de las necesidades de financiamiento de la Administración Central para cada año y esto impacta en el nivel de endeudamiento total en el mediano plazo.

Tabla 19

Resultados obtenidos de la Herramienta MTDS – Supuesto 1.

Indicadores de Costo y Riesgo		2020	2025 (*)
		Niveles Actuales	Niveles Esperados
Deuda Pública/PIB (%)		28,9	36,3
Intereses de la Deuda/PIB (%)		1,2	1,5
Tasa de Interés Implícita (%)		4,0	4,7
Riesgo Cambiario	% Deuda Pública en Moneda Extranjera	95,5	86,4
Riesgo de Refinanciamiento	Deuda que vence a 1 año (% del Total)	3,2	6,1
	Deuda que vence a 3 años (% del Total)	16,2	14,3
	ATM Deuda Externa (en años)	13,0	11,6
	ATM Deuda Interna (en años)	4,7	9,9
	ATM Deuda Total (en años)	12,6	11,4
Riesgo de Tasa de Interés	ATR (en años)	9,7	8,4
	Deuda que refija a 1 año (% del Total)	32,8	39,8
	Deuda a Tasa Fija (% del Total)	69,0	65,1

(*) Los resultados obtenidos a través de la simulación de la herramienta MTDS utilizada para determinar la estrategia son referenciales y no mandatorios y sirven como guía para conocer cuáles podrían ser, bajo los supuestos establecidos, las características de la deuda pública al final periodo de la estrategia de endeudamiento. La misma será revisada cada dos años, por lo que podría sufrir variaciones.

Fuente: Elaboración con base a la herramienta MTDS.

Bajo este escenario en donde se supone la materialización del 20% de las Garantías y Pasivos Contingentes otorgados por la Administración Central a las entidades públicas financieras y no financieras, los resultados obtenidos demuestran que el nivel de deuda pública/PIB se ubicaría en torno al 36,3% aproximadamente para finales del año 2025 y que la carga de intereses representaría alrededor del 1,5% del PIB.

Estos resultados, ante la hipótesis de materialización del shock supuesto, demuestran desvíos importantes con respecto a los resultados esperados en el escenario base de la estrategia de endeudamiento (2021-2025), ya que el nivel de Deuda Pública/PIB es superior en 5,1% al escenario base de la estrategia y la carga de intereses presenta un desvío del 0,2% con relación al PIB con respecto al escenario base de la estrategia.

b. Shock a la Tasa de Crecimiento del PIB real.

Para el análisis de este escenario se ha supuesto un shock al nivel de crecimiento del PIB real para los años 2023 y 2024 de manera a verificar cómo afectaría a los indicadores de costo de la estrategia de endeudamiento para el periodo 2021 – 2025. En este sentido, en la Tabla a continuación se presenta una comparación entre los supuestos utilizados para el escenario base de la estrategia de endeudamiento y los supuestos considerados para este escenario de shock.

Tabla 20

Comparación de supuestos

Supuestos de Tasas de Crecimiento	2021	2022	2023	2024	2025
PIB real – Escenario Base	4,5%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
PIB real – Shock	4,5%	3,8%	0,0%	2,5%	3,8%
PIB nominal – Escenario Base	8,5%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
PIB nominal – Shock	8,5%	3,7%	6,3%	7,6%	7,6%

Fuente: Ministerio de Hacienda.

El escenario alternativo considera estimaciones moderadas en una coyuntura de incertidumbre. El shock negativo en el crecimiento económico en el 2023 y en el 2024 se explica por un menor crecimiento de la agricultura, caída en electricidad y agua y un menor crecimiento del comercio, con lo cual se estima un crecimiento del PIB real en el 2023 de 0,0% con respecto al 2022 y de 2,5% para el año 2024 con respecto al año 2023, estos niveles de crecimiento son inferiores al crecimiento de tendencia de 3,8% previsto en el escenario base. Consecuentemente, dados los shocks en 2023 y 2024, el crecimiento del PIB nominal sería del 3,7% en el año 2023 y del 6,3% para el año 2024.

Tabla 21 Resultados obtenidos de la Herramienta MTDS – Supuesto 2.

Indicadores de Costo y Riesgo		2020	2025 (*)
		Niveles Actuales	Niveles Esperados
Deuda Pública/PIB (%)		28,9	32,4
Intereses de la Deuda/PIB (%)		1,2	1,4
Tasa de Interés Implícita (%)		4,0	4,6
Riesgo Cambiario	% Deuda Pública en Moneda Extranjera	95,5	88,6
Riesgo de Refinanciamiento	Deuda que vence a 1 año (% del Total)	3,2	6,9
	Deuda que vence a 3 años (% del Total)	16,2	16,0
	ATM Deuda Externa (en años)	13,0	11,3
	ATM Deuda Interna (en años)	4,7	9,6
	ATM Deuda Total (en años)	12,6	11,1
Riesgo de Tasa de Interés	ATR (en años)	9,7	8,2
	Deuda que refija a 1 año (% del Total)	32,8	40,1
	Deuda a Tasa Fija (% del Total)	69,0	65,4

(*) Los resultados obtenidos a través de la simulación de la herramienta MTDS utilizada para determinar la estrategia son referenciales y no mandatorios y sirven como guía para conocer cuáles podrían ser, bajo los supuestos establecidos, las características de la deuda pública al final periodo de la estrategia de endeudamiento. La misma será revisada cada dos años, por lo que podría sufrir variaciones.

Fuente: Elaboración con base a la herramienta MTDS.

Bajo este escenario en donde se supone los shocks a las tasas de crecimiento del PIB en los años 2023 y 2024, los resultados obtenidos demuestran que el nivel de deuda pública/PIB se ubicaría en torno al 32,4% aproximadamente para finales del año 2025 y que la carga de intereses representaría alrededor del 1,4% del PIB. Este escenario analizado refleja costos mayores en la estrategia en comparación al escenario base de la estrategia.

Finalmente, se espera que esta estrategia de endeudamiento a ser adoptada para el periodo considerado ayude a mitigar los riesgos que afectan a la de deuda y permita seguir gestionando eficientemente la cartera crediticia del Paraguay.

VI. ANEXO

6.1 CONDICIONES FINANCIERAS – ORGANISMOS INTERNACIONALES AL SEGUNDO TRIMESTRE DEL 2021

Entidad	Modalidad del Préstamo	Tasa de interés		Comisión de Compromiso	Costo de Administración	Plazos (años)		
						Gracia	Vencimiento	
BID	Facilidad Flexible de Financiamiento – Capital Ordinario	LIBOR a 3 meses (0,18%) + Margen Fondeo (0,14%) + Margen Variable (0,90%) = 1,22%		0,50%	-	5	25 ⁱ	
		Tasa Fija (4,03%) + Margen Variable (0,90%) = 4,93% ⁱⁱ		0,50%	-			
JICA ⁱⁱⁱ	Términos Generales	Tasa Fija	Estándar	1,15%	0,01%	-	10	30
			Opción 1	1,00%	0,01%	-	7	25
			Opción 2	0,80%	0,01%	-	6	20
			Opción 3	0,65%	0,01%	-	5	15
BIRF ¹	Préstamos Flexibles	LIBOR a 6 meses (0,20%) + Margen Variable ^{iv}		0,53% = 0,73%	0,25%	Comisión Inicial: 0,25% (una sola vez a la entrada en vigencia del préstamo)	0 a 17,5	ARM ^v >8
				0,63% = 0,83%				ARM 8-10
				0,78% = 0,98%				ARM 10-12
				0,93% = 1,13%				ARM 12-15
				1,08% = 1,28%				ARM 15-18
		LIBOR a 6 meses (0,20%) + Margen Fijo ^{vi}		1,23% = 1,43%				ARM 18-20
				0,80% = 1,00%				ARM >8
				0,95% = 1,15%				ARM 8-10
				1,05% = 1,25%				ARM 10-12
				1,20% = 1,40%				ARM 12-15
	1,40% = 1,60%	ARM 15-18						
	1,50% = 1,70%	ARM 18-20						
FONPLATA ^{vii}	Términos Generales	LIBOR a 6 meses (0,20%) + Margen Fijo Implícito 2,74% = 2,94%		0,40% ^{viii}	0,70% (hasta 360 días) aplicada al monto del préstamo y se deduce del primer desembolso De 361 a 720 días 0,85%	5	20	
	FOCOM	LIBOR a 6 meses (0,20%) + Margen Fijo Implícito 1,99% = 2,19%						
CAF ^{ix}	Préstamos	LIBOR a 6 meses (0,20%) + 1,80% ² = 2,0%		0,35%	Comisión de Financiamiento: 0,85% del total del préstamo Gastos de Evaluación: USD 50.000	5	15	
OPEP-OFID	Desarrollo del Sector Público	Tasa Fija 4,75%		-	1% (durante la vida del préstamo sobre el monto del financiamiento)	3	12	



FIDA*	Condiciones Ordinarias	Variable para Préstamos en Euros: 0,97% Variable para Préstamos en Dólares: 3,48%	-	-	3	18
BEI	Términos Generales	Préstamos en euros (Eurolibor (6m) + Fijo): 0,50% + 1,05% = 1,55% Préstamos en dólares (Libor 6m + Fijo): 0,60% + 3,30% = 3,90%	0,35%	Comisión de Financiamiento: 0,50% (una sola vez por el otorgamiento del préstamo) Gastos de Evaluación: USD 75.000	3	15
		10				
		15				
		Préstamos en euros (Eurolibor (6m) + Fijo): 0,60% + 1,60% = 2,20% ^{xi} Préstamos en dólares (Libor 6m + Fijo): 0,65% + 3,55% = 4,20%				20

1 La tasa de interés base para Préstamos del BIRF flexibles en la mayoría de las divisas es actualmente la LIBOR a 6 meses en la moneda correspondiente. Encuentre información sobre las tasas LIBOR en la página web de la Asociación de Banqueros Británicos. <https://www.theice.com/marketdata/reports/170>. Tasa LIBOR 6meses actualizado al 30 de junio/2021.

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

ii Según el último Reporte de Tasas del BID.

iii Los valores correspondientes a los países de ingresos medios superiores. Los Términos Generales abarcan a principalmente al sector infraestructura. Asimismo, los préstamos otorgados son en yenes.

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

v Plazo promedio de reembolso.

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

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

viii La comisión de compromiso aumenta a 1% si hay retrasos en los desembolsos.

ix El plazo corresponde a la última operación "Programa de Rehabilitación y Mantenimiento de Rutas Pavimentadas por Nivel de Servicio, Vial 3". Los préstamos destinados a reformas de políticas públicas se caracterizan por un plazo hasta 12 años, incluyendo un periodo de gracia de hasta 18 meses.

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

Fuente: Dirección de Política de Endeudamiento. SSEE. MH

6.2 CONDICIONES FINANCIERAS – BONOS INTERNACIONALES

Datos a considerar	1era Colocación	2da Colocación	3ra Colocación	4ta Colocación	5ta Colocación	6ta Colocación	7ma Colocación	8va Colocación	9na Colocación	10ma Colocación	
Fecha de Colocación	25-ene-13	11-ago-14	30-abr-15	23-mar-16	22-mar-17	08-mar-18	04-feb-19	15-ene-20	23-abr-20	20-ene-21	20-ene-21
Monto Colocado (USD Mill.)	500	1.000	280	600	500	530	500	450	1000	690	225,97
Demanda recibida (interese de los inversores)	US\$ 5.500 mill (11,1 veces más de lo colocado)	US\$ 3.400 mill (3,4 veces más de lo colocado)	US\$ 1.000,3 mill (3,6 veces más de lo colocado)	2.552 mill (4,25 veces más de lo colocado)	3.018 mill. (6 veces más de lo colocado)	USD 2.590 mill. (5 veces más de lo colocado)	USD 3.000 mill. (6 veces más de lo colocado)	USD 3.435 mill. (8 veces más de lo colocado)	USD 7.300 mill. (7 veces más de lo colocado)	USD 5.000 mil. (6 veces más de lo colocado)	
Tasa de Interés	4,625%	6,10%	4,15%	5,00%	4,7%	5,60%	5,40%	4,45%	4,95%	2,739%	4,089%
Spread sobre el bono comparable de EEUU	275 bps	281,6 bps	222 bps	312,7 bps	225 bps	247,4 bps	233,60 bps	220,4 bps	435 bps	170 bps	230 bps
Precio de colocación	100,00%	100,00%	103,11%	99,997%	100,00%	100,00%	99,99%	115,388%	100,00%	100,00%	121,86%
Plazo (años)	10	30	7,75	10	10	30	31	30,05	11	11	29,05