



Universidad Católica
"Nuestra Señora de la Asunción"
Campus Guairá

Facultad de Ciencias Contables,
Administrativas y Económicas
Economía

**"IMPACTO DE LOS BONOS SOBERANOS EN EL PRODUCTO INTERNO
BRUTO, LA INVERSION Y EL MERCADO LABORAL"**

Tesina de Grado elaborada por:

Univ. **JAZMIN ROCIO JANICE GIRALA AYALA**
Univ. **HUGO EDGARDO LOPEZ TRELLES BENITEZ**

Villarrica del Espíritu Santo - Paraguay, Julio de 2017

*“IMPACTO DE LOS BONOS SOBERANOS EN EL PRODUCTO INTERNO
BRUTO, LA INVERSION Y EL MERCADO LABORAL”*



Universidad Católica “Nuestra Señora de la Asunción”
Campus Guairá

Facultad de Ciencias Contables, Administrativas y Económicas
Economía

Tesina para acceder a la titulación de: Licenciatura en Economía

**“IMPACTO DE LOS BONOS SOBERANOS EN EL PRODUCTO INTERNO
BRUTO, LA INVERSION Y EL MERCADO LABORAL”**

Tesina de Grado elaborada por:

Univ. **JAZMIN ROCIO JANICE GIRALA AYALA**
Univ. **HUGO EDGARDO LOPEZ TRELLES BENITEZ**

Tutor: Econ. **GIANCARLOS CAMPERI**

Villarrica del Espíritu Santo - Paraguay, Julio de 2017

RESUMEN

Ante tantas problemáticas macroeconómicas del País, decidimos enfocarnos al estudio del ‘Impacto de los Bonos Soberanos en el Producto Interno Bruto, la Inversión y el Mercado Laboral’. Específicamente trabajamos para demostrar en dos escenarios el impacto real que tienen en las variables macroeconómicas una emisión de bonos soberanos y otra no emitiendo. Nos encontramos con resultados significativos y creemos que análisis podría ser útil para varios estudios.

ABSTRACT

Faced so many macroeconomics problems in the country, we decided to focus in ‘Impact of Sovereign Bonds on Gross Domestic Product, Investment and Labor Market. Specifically we worked to demonstrate in two scenarios the real impact of a sovereign bond issuance and a non-issuing issue on macroeconomic variables.

We find really significant results and believe that analysis could be useful for several studies.

*“IMPACTO DE LOS BONOS SOBERANOS EN EL PRODUCTO INTERNO
BRUTO, LA INVERSION Y EL MERCADO LABORAL”*

PÁGINA DE APROBACIÓN

*“IMPACTO DE LOS BONOS SOBERANOS EN EL PRODUCTO INTERNO
BRUTO, LA INVERSION Y EL MERCADO LABORAL”*

PÁGINA DE ADVERTENCIA

AGRADECIMIENTOS

Primeramente a Dios, por habernos otorgado la vida, la oportunidad de estudiar y la fortaleza de seguir ante las adversidades.

A nuestros padres Felicita Benitez & Hugo López Trelles, Raúl Giralá & Janice Ayala, por el sustento, apoyo y cariño de siempre.

A los profesores y tutores por guiarnos y acompañarnos.

A los compañeros de curso, por estos años de crecer y aprender juntos.

*“IMPACTO DE LOS BONOS SOBERANOS EN EL PRODUCTO INTERNO
BRUTO, LA INVERSION Y EL MERCADO LABORAL”*

DEDICATORIA

*“IMPACTO DE LOS BONOS SOBERANOS EN EL PRODUCTO INTERNO
BRUTO, LA INVERSION Y EL MERCADO LABORAL”*

ÍNDICE

CAPÍTULO I	2
1.1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	2
1.2. PREGUNTA GENÉRICA	2
1.3. PREGUNTAS ESPECÍFICAS	2
1.4. OBJETIVOS	3
1.5. JUSTIFICACIÓN	3
CAPÍTULO II	4
2.1. MARCO LEGAL E INSTITUCIONAL	4
A. El Marco Legal	4
B. El Marco Institucional	7
2.2. MARCO TEÓRICO REFERENCIAL	8
A. Bonos soberanos como fuente de financiamiento y posicionamiento en el mercado internacional.	8
B. El impacto que genera la emisión de bonos soberanos en la inversión.	8
C. Los efectos de la inversión financiada con bonos en el mercado laboral	
Error! Bookmark not defined.	
D. El impacto de los bonos soberanos sobre el producto interno bruto....	16
E. Efecto multiplicador de las inversiones realizadas con los bonos soberanos.....	Error! Bookmark not defined.
2.2. HIPÓTESIS.....	22
2.3. VARIABLES: CONCEPTUALIZACIÓN Y OPERACIONALIZACIÓN	22
2.3.1. Palabras Claves.	22
2.3.2. Variables	22
CAPÍTULO III	22
MARCO METODOLÓGICO	22
3.1. TIPO DE INVESTIGACIÓN	22
3.2. UNIVERSO, POBLACIÓN Y MUESTRA	22
3.3. MÉTODOS, TÉCNICAS E INSTRUMENTOS.....	23
3.4. PROCEDIMIENTOS PARA LA RECOLECCIÓN DE DATOS.....	23
3.5. ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE DATOS	23
CAPÍTULO IV.....	25
MARCO ANALÍTICO.....	25
1.1. RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN	25

*“IMPACTO DE LOS BONOS SOBERANOS EN EL PRODUCTO INTERNO
BRUTO, LA INVERSION Y EL MERCADO LABORAL”*

CAPÍTULO V.....	38
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	38
FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN	40
BIBLIOGRAFÍA	41
Bibliografía	41
ANEXOS.....	42

INTRODUCCIÓN

Actualmente se han instalado a la sociedad discusiones y cuestionamientos sobre el endeudamiento externo y su acelerado crecimiento en los últimos años, explicado principalmente por la emisión de bonos soberanos lo cual ha generado todo tipo de comentarios y opiniones de varios sectores de la sociedad, tanto políticos, económicos y el público en general.

Antes de dar énfasis a la deuda externa, es importante mencionar las condiciones de las finanzas públicas de nuestro país, las mismas que en los años 2004 al 2011 se caracterizaban por cerrar el ejercicio con saldo positivo, es decir los ingresos que percibía el Estado eran mayores a sus gastos, el país experimentaba en dichos años superávits consecutivos, esto posterior a un periodo de crisis económica y situación de default selectivo que experimentó el país, dichos superávits fiscales permitían al Ministerio de Hacienda tener un margen de maniobra para responder no solo a los servicios básicos sino también financiar inversiones físicas.

Estos resultados fiscales positivos se vieron arrebatados a finales del 2011, durante el tratamiento del Presupuesto General de la Nación, el cual en el 2012 tras una decisión política concluyó en la aprobación del aumento salarial de 38%. En términos económicos esto significó un desahorro para el país de alrededor de 800 millones de dólares lo cual terminó impactando a la capacidad del fisco para honrar sus compromisos.

A partir del 2012 hasta la actualidad, los resultados fiscales pasaron de ser superavitarios a deficitarios, ante este escenario, en el 2013 surge la idea y salida a los mercados internacionales a través de la emisión de bonos soberanos como un nuevo mecanismo de financiación prestando menos importancia a los créditos de organismos internacionales, lo cual permitía al Paraguay no solo adquirir financiamiento para infraestructura sino un posicionamiento en el mercado lo cual beneficiaría a la imagen del país ante el mundo.

El endeudamiento externo es un tema sumamente sensible para la economía y las finanzas de un país, esto reflejan los casos de varios países tras experimentar crisis económicas a razón de un endeudamiento excesivo y una

mala administración, el ciudadano común lo ve directamente asociado a su bienestar económico y al de sus generaciones futuras, por esta razón es importante dar a conocer cuál es la finalidad del endeudamiento, cómo es aplicado y el impacto que genera la aplicación de recursos a la economía del país.

El presente estudio pretende dar un análisis simple y comprensible sobre el impacto que tienen los bonos soberanos en variables macroeconómicas. El mismo se analiza desde un enfoque macroeconómico y estrictamente empírico, cuyo fin es demostrar con argumentos técnicos el efecto que genera en las variables macroeconómicas como el PIB, el desempleo y la inversión.

Como resultado de esta investigación se espera realizar aportes estratégicos que ayuden a las instituciones y al público en general a tener una visión más amplia sobre los efectos que generan los recursos obtenidos por la emisión de bonos soberanos.

CAPÍTULO I

1.1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Ante el cuestionado crecimiento de la deuda pública en los últimos años, reflejado principalmente en el aumento de la deuda externa, se lleva a cabo el trabajo de investigación que propone identificar si las políticas de los últimos años (2013-2016) con respecto a la emisión y colocación de bonos en el mercado internacional de capitales, tuvieron un impacto significativo en la economía del país, en términos macroeconómicos, traduciéndose en un mejor bienestar para la población.

1.2. PREGUNTA GENÉRICA

¿La emisión de bonos soberanos realizada en el periodo 2013-2016 contribuyó a mejorar la situación macroeconómica del Paraguay? Sí - No

1.3. PREGUNTAS ESPECÍFICAS

1. ¿Cómo afecta a la Inversión Total del país la emisión de bonos soberanos?
2. ¿Qué hubiera pasado con la inversión pública si no emitiesen bonos soberanos?

3. ¿Qué ocurre con la Inversión privada si no se emitiesen Bonos Soberanos?

4. ¿Qué impacto tienen las inversiones realizadas en el mercado laboral?

5. ¿Qué impacto tienen los bonos soberanos en el producto interno bruto?

1.4. OBJETIVOS

- *General*

Demostrar el impacto de la emisión de bonos soberanos sobre la situación macroeconómica del Paraguay.

- *Específicos*

1. Demostrar cómo afecta la emisión de bonos soberano a la Inversión Total.

2. Analizar el comportamiento de la inversión pública sin haberse emitido bonos soberanos.

3. Determinar el impacto de los bonos soberanos en la Inversión Privada.

4. Cuantificar los efectos que genera la inversión en el mercado laboral.

5. Medir el impacto de los bonos soberanos sobre el producto interno bruto.

1.5. JUSTIFICACIÓN

Ante el constante debate sobre el endeudamiento externo, el presente trabajo responde a la necesidad de demostrar a la sociedad de forma simple y entendible el impacto que genera el endeudamiento externo mediante la emisión de bonos soberanos en algunas variables macroeconómicas de la economía nacional como el Producto interno bruto, la inversión y el mercado laboral.

El análisis aporta resultados empíricos que permiten comparar distintos escenarios económicos con respecto a la emisión de bonos soberanos los

cuales permiten identificar el impacto de los mismos en las variables ya mencionadas.

Dicho análisis se realiza con el objetivo de ayudar a resolver la constante problemática sobre el endeudamiento público entre los distintos actores tanto políticos, económicos y el público en general mediante la evidencia empírica.

CAPÍTULO II

2.1. MARCO LEGAL E INSTITUCIONAL

A. El Marco Legal

1. Ley de Responsabilidad Fiscal

DE RESPONSABILIDAD FISCAL

EL CONGRESO DE LA NACION PARAGUAYA SANCIONA CON FUERZA DE

LEY

Artículo 1°.- Objeto. La presente Ley tiene por objeto establecer reglas generales de comportamiento fiscal orientadas a la estabilidad y sostenibilidad de las finanzas públicas.

Artículo 2°.- Ambito de aplicación. Las disposiciones de la presente Ley se aplicarán a los Organismos y Entidades del Estado (OEE), mencionados en el Artículo 3° de la Ley N° 1535/99 "DE ADMINISTRACION FINANCIERA DEL ESTADO".

Capítulo Único

Disposiciones Generales

Artículo 3°.- Principio General. Asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo, teniendo como meta resultados fiscales que no causen efectos negativos sobre la estabilidad macroeconómica, preservando el equilibrio entre los ingresos y los gastos públicos.

Artículo 4°.- Responsabilidad. Los tres Poderes del Estado, sus dependencias y reparticiones serán responsables por el cumplimiento de los principios y reglas establecidas en la presente Ley.

La Contraloría General de la República en cumplimiento con lo dispuesto en los Artículos 281 y 283 de la Constitución Nacional velará por el cumplimiento de las disposiciones de la presente Ley.

Artículo 5°.- Transparencia. Los informes producidos en el ámbito del cumplimiento con las funciones y responsabilidades de los Organismos y Entidades del Estado (OEE), tendrán carácter de información pública y serán de libre acceso; con excepción de aquellos de carácter restringidos establecidos por Ley. Los Organismos y Entidades del Estado (OEE) serán responsables de la provisión y actualización de la información, a través de medios informáticos, publicaciones y/o cualquier otro medio idóneo.

Artículo 6°.- Plurianualidad. La elaboración de los presupuestos anuales en el sector público se enmarcará en un escenario de programación plurianual compatible con el principio de legalidad por el que se rige la aprobación y la ejecución presupuestaria, mediante la utilización de los recursos disponibles con el objeto de promover el crecimiento ordenado y sostenido de la economía, orientado a una gestión pública por resultados.

Capítulo I

De la Reglas

Artículo 7°.- Reglas macrofiscales para la elaboración y aprobación del Presupuesto General de la Nación.

Las Leyes anuales del Presupuesto General de la Nación, se sujetarán a las siguientes reglas:

1. El déficit fiscal 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.
2. El incremento anual del gasto corriente primario del Sector Público no podrá exceder a la tasa de inflación interanual más el 4% (cuatro por ciento). El gasto corriente primario se define como gasto corriente total excluido el pago de intereses.
3. No se podrán incorporar incrementos salariales, excepto cuando se produzca un aumento en el salario vital mínimo y móvil vigente. El aumento será como máximo en la misma proporción y se incorporará en el Presupuesto del siguiente Ejercicio Fiscal.

Artículo 8°.- De las estimaciones de ingresos. La estimación de los ingresos públicos será establecida por el Poder Ejecutivo, en cumplimiento a lo dispuesto en los numerales 1), 13) y 14) del Artículo 238 de la Constitución Nacional, a través del Ministerio de Hacienda. Si el Congreso de la Nación modifica dicha estimación, lo hará conforme a los principios establecidos en el Artículo 6° de la Ley N° 1535/99 “DE ADMINISTRACION FINANCIERA DEL ESTADO”.

Artículo 9°.- De la ejecución en años electorales. En años de elecciones generales y municipales, el gasto corriente primario de la Administración

Central entre los meses de enero y julio no será mayor al 60% (sesenta por ciento) del Presupuesto aprobado para ese año, excluyendo al Poder Judicial de esta restricción.

Capítulo II

De la Programación Fiscal

Artículo 10.- Programación fiscal plurianual. La Programación Fiscal Plurianual consolidada de mediano plazo 3 (tres) años será presentada al Congreso de la Nación conjuntamente con el Proyecto de Ley de Presupuesto Anual, diferenciada entre Administración Central y Descentralizada y contendrá lo siguiente:

- a. Las variables macroeconómicas estimadas a lo largo del período, incluirán las siguientes variables: Producto Interno Bruto (PIB) nominal, inflación esperada, crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) real, tipo de cambio, nivel de importaciones.
- b. Todos los gastos corrientes y de capital discriminados por fuente de financiamiento.
- c. El resultado fiscal de la Administración Central no podrá superar en el mediano plazo un déficit promedio del 1% (uno por ciento) del Producto Interno Bruto (PIB).
- d. Las transferencias realizadas a través de la Dirección General del Tesoro Público, dependiente de la Subsecretaría de Estado de Administración Financiera del Ministerio de Hacienda, a los Organismos y Entidades del Estado (OEE), Municipalidades y entidades sin fines de lucro.
- e. Todos los indicadores de gestión presupuestal y de resultado de los programas de mayor impacto, estarán agrupados por funciones o sectores.
- f. Un análisis de la sostenibilidad de la deuda pública.

Capítulo III

Disposiciones Finales

Artículo 11.- Excepciones. En casos de emergencia nacional, crisis internacional que pueda afectar seriamente la economía nacional o una caída de la actividad económica interna, a solicitud del Poder Ejecutivo, el Congreso de la Nación podrá suspender por el año fiscal correspondiente la aplicación de los numerales 1) y 2) del Artículo 7° y el Artículo 9° de la presente Ley. En ningún caso, el déficit podrá exceder el 3% (tres por ciento) del Producto Interno Bruto (PIB)

Artículo 12.- Proyecto de Ley de Orden Fiscal, Presupuestario y Financiero. Todo proyecto de Ley que implique impacto fiscal, presupuestario, o financiero para el Estado deberá contar con un informe técnico del Ministerio de Hacienda

para su tratamiento, el cual deberá ser proveído en el plazo de 15 (quince) días de solicitado por cualquiera de las Comisiones del Congreso de la Nación o cualquiera de sus Cámaras. La no presentación del informe en el plazo señalado importará el acuerdo con el proyecto por parte del Ministerio de Hacienda. En el tratamiento del régimen tributario, se preservará la disposición del Artículo 202, numeral 4) de la Constitución Nacional.

Artículo 13.- Incumplimiento. El incumplimiento de la presente Ley por parte de los funcionarios responsables en el correspondiente nivel de la administración pública, será considerado como mal desempeño de sus funciones y se aplicarán las sanciones previstas en las disposiciones legales pertinentes.

Artículo 14.- Leyes complementarias. Las disposiciones de la presente Ley serán complementarias a las establecidas en la Ley N° 1535/99 "DE ADMINISTRACION FINANCIERA DEL ESTADO" y sus modificaciones.

Artículo 15.- Comuníquese al Poder Ejecutivo.

Aprobado el Proyecto de Ley por la Honorable Cámara de Senadores, a veintiséis días del mes de setiembre del año dos mil trece, quedando sancionado el mismo, por la Honorable Cámara de Diputados, a veintidós días del mes de octubre del año dos mil trece, de conformidad a lo dispuesto en el Artículo 204 de la Constitución Nacional.

2. Ley de Inversión Pública

B. El Marco Institucional

1. Ministerio de Hacienda¹,

2. Banco Mundial²,

⁵ Véase la página:

⁶ Para ver más detalles visitar la página:

2.2. MARCO TEÓRICO REFERENCIAL

A. El impacto que genera la emisión de bonos soberanos en la inversión

El nuevo modelo de desarrollo que se aplica en América Latina impone al sector privado la tarea de liderar la inversión, pero los gobiernos pueden ofrecer incentivos para que el crecimiento se base en un uso más intensivo de la mano de obra. De ahí la importancia de la creación de infraestructura, porque ofrece la doble ventaja de aumentar la capacidad de competencia del país y de generar un número importante de puestos de trabajo. Las concesiones, como ampliación del proceso de privatización, son un mecanismo útil para lograrlo. CEPAL, Informe n° 75

Los indicadores de capital y calidad de infraestructura usualmente se ubican en el cuartil inferior entre los mercados emergentes, la planificada ampliación de la infraestructura de Paraguay es una necesidad. Sin embargo la eficiencia de la gestión de la inversión pública y la experiencia con proyectos de envergadura son relativamente bajas. Fondo Monetario Internacional, Informe 16/116

En los últimos años, los gobiernos al igual que las empresas han encontrado en el mercado de capitales una gran oportunidad para captar recursos para el financiamiento del capital. Según explica (Gomero, Masuda, & Barrera, 2014) el bono no solo se ha constituido en un instrumento de deuda de los entes privados, sino también, de los gobiernos que en la mayoría de los casos caen en desequilibrios por no tener controles en sus gastos públicos y por ello, tienen que recurrir al mercado externo o doméstico de títulos de renta fija para obtener recursos de largo plazo y con ello, sanear sus cuentas fiscales.

Es importante preguntarnos ¿Qué diferencia a los bancos multilaterales de crédito de lo que respecta al crédito Soberano?

Según expone (BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO, 2006) existen varias respuestas a dicha pregunta, los cuales son distintos los objetivos perseguidos por los mismos; *la motivación del sector privado es la utilidad, mientras que las entidades acreedoras multilaterales tienen el objetivo general de promover el desarrollo y el bienestar social en los países que reciben préstamos de ellas.* Dicho de esta forma los créditos obtenidos de organismos multilaterales actúan de forma anti cíclica, prestando en un contexto más riesgoso. Otro punto importante que destaca (BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO, 2006) es que los préstamos multilaterales se pueden considerar más costosos en términos de trámites burocráticos pero más

baratos en términos de intereses, si bien los gobiernos preferirían endeudarse a un menor costo, pero si recordamos cual es el objetivo perseguido por cada uno, cuando las condiciones son menos favorables para un país, evidentemente veremos subir los diferenciales de tasa de interés, lo cual indica básicamente, que el riesgo es mayor para el sector privado, es ahí en donde vale la pena soportar trámites burocráticos de las multilaterales. Es por ello que dichos créditos son fundamentales en épocas difíciles, los organismos internacionales en épocas de bajo crecimiento desempeñan un papel muy importante e ayudan al Estado en su rol de estabilizador.

A diferencia de los créditos multilaterales, los créditos soberanos actúan cíclicamente, es decir la demanda de estos bonos por parte de inversionistas dependerá de varios factores, quizás el más relevante sea el nivel de confianza o certidumbre que genera la entidad emisora; como expresa (Gomero, Masuda , & Barrera, 2014) lo mismo sucede con los gobiernos, cuando estos tienen sus cuentas fiscales muy deterioradas se genera un clima de inestabilidad en donde el riesgo de emisión se refleja en la tasa de interés lo cual debería de superar las expectativas del demandante de títulos.

Una emisión de bonos soberanos, en realidad tiene varias aristas que resultan interesantes de medir, en el caso de Paraguay la emisión de deuda soberana, no necesariamente se limitaba a la obtención de recursos financieros, sino hacer conocer a un país a quien solo se lo ubicaba en el medio de América del Sur; mientras otros países de la región ya experimentaban otros mecanismos de financiación.

Resulta interesante mencionar que anterior al año 2013, la fuente de financiamiento externo del país se constituía básicamente de créditos de organismos internacionales, como lo son el Banco Interamericano de desarrollo, el Banco Mundial, la CAF entre otros organismos tanto multilaterales como bilaterales. Según explica el *Informe de situación financiera del Ministerio de Hacienda*, con anterioridad al año 2012 los acreedores multilaterales y bilaterales representaban las tres cuartas partes de la deuda total. Durante los últimos años se asiste a una continua pérdida de importancia de este tipo de acreedores. En 2015 su participación relativa se había reducido a poco más de

“IMPACTO DE LOS BONOS SOBERANOS EN EL PRODUCTO INTERNO BRUTO, LA INVERSION Y EL MERCADO LABORAL”

un tercio del endeudamiento y en lo que va del año 2016 ha seguido la misma tendencia.

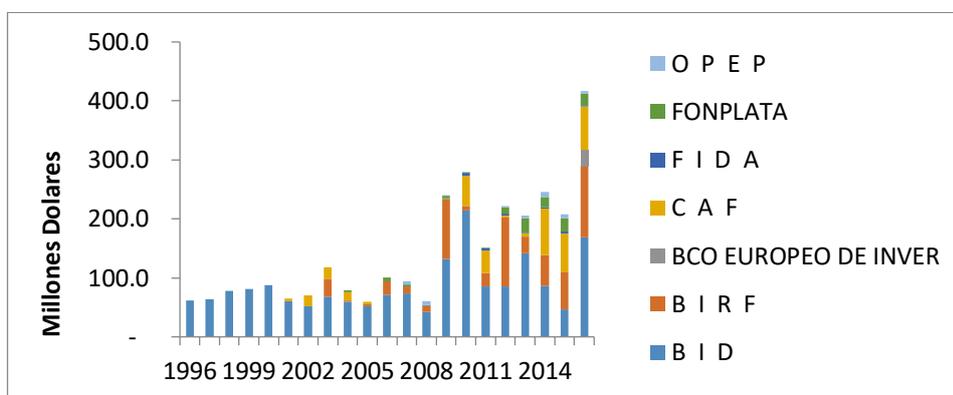


Gráfico 1. Evolutivo de deuda externa por acreedor multilateral
 Fuente: Elaboración propia.
 Datos del Portal Abierto del Ministerio de Hacienda

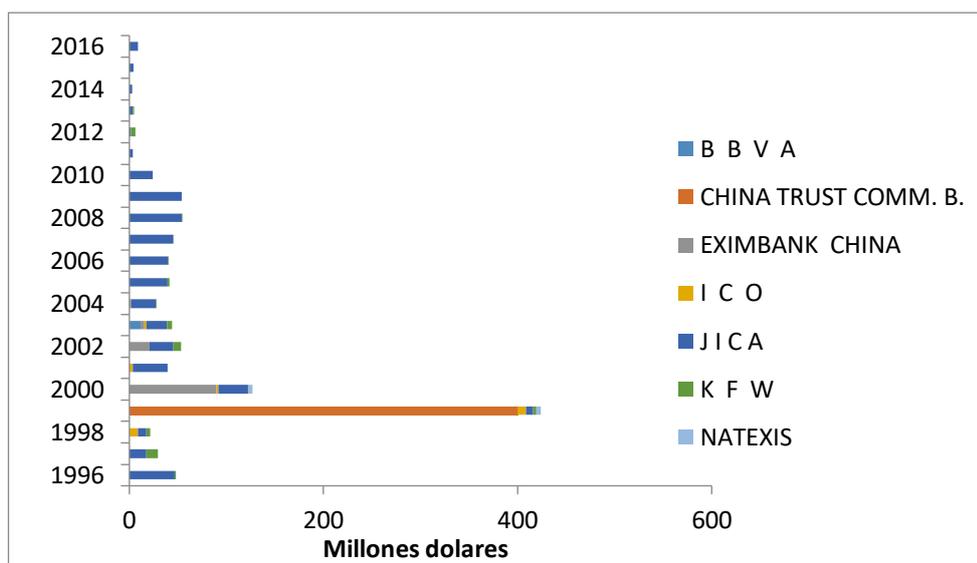


Gráfico 2. Evolutivo de deuda externa por acreedor bilateral
 Fuente: Elaboración propia.
 Datos del Portal Abierto del Ministerio de Hacienda

La dependencia a estos organismos en cuanto al financiamiento limitaba al país a que el mercado internacional tenga una percepción de riesgo; es ahí en donde la diversificación de las fuentes de financiamiento fue fundamental para Paraguay, más allá de obtener fuentes de financiamiento para obras físicas y paliar el indispensable déficit en infraestructura, cotizar en los mercados internacionales permitía al país tener una percepción del riesgo en el extranjero, esto hacia posible que Paraguay pueda lograr uno de sus objetivos,

quizás el principal objetivo, posicionar a Paraguay en el EMBIⁱ (Emerging Markets Bond Index) y permitir de esta forma, atraer más inversiones al país.

En enero del año 2013, Paraguay concretó su primera emisión internacional de bonos soberanos por 500 millones de dólares americanos a un plazo de 10 años y a una tasa 6,10%, la misma fue descrita como la emisión inaugural a tasa más baja de toda su historia. En el año 2015 se concretó una reapertura del bono emitido en 2013 por un monto de 280 millones de Dólares. En 2016 Paraguay consiguió nuevamente emitir en el mercado internacional por 600 millones de dólares americanos a un plazo de 10 años. Evidentemente la coyuntura actual del país reflejada en su estabilidad macroeconómica y fiscal hizo posible la confianza de los inversores expresada básicamente en las tasas de interés favorables.

Cabe resaltar que según datos del Ministerio de Hacienda, en los últimos 5 años se desembolsaron 3.706 millones de dólares de deuda externa, lo cual la participación de los bonos soberanos en el total es de un 64%.

TIPO DE ACREEDOR	2012	2013	2014	2015	2016	Total general	Part. %
BILATERAL	6.467.364	4.766.005	3.015.610	4.488.101	8.599.574	27.336.655	1%
MULTILATERAL	222.353.508	205.442.464	245.818.963	207.968.721	417.242.355	1.298.826.010	35%
TENEDORES DE BONOS Y PAGARÉS	-	500.000.000	1.000.000.000	280.000.000	600.000.000	2.380.000.000	64%
Total general	228.820.872	710.208.469	1.248.834.573	492.456.822	1.025.841.929	3.706.162.665	100%

Tabla 1. Evolutivo y participación por tipo de acreedor

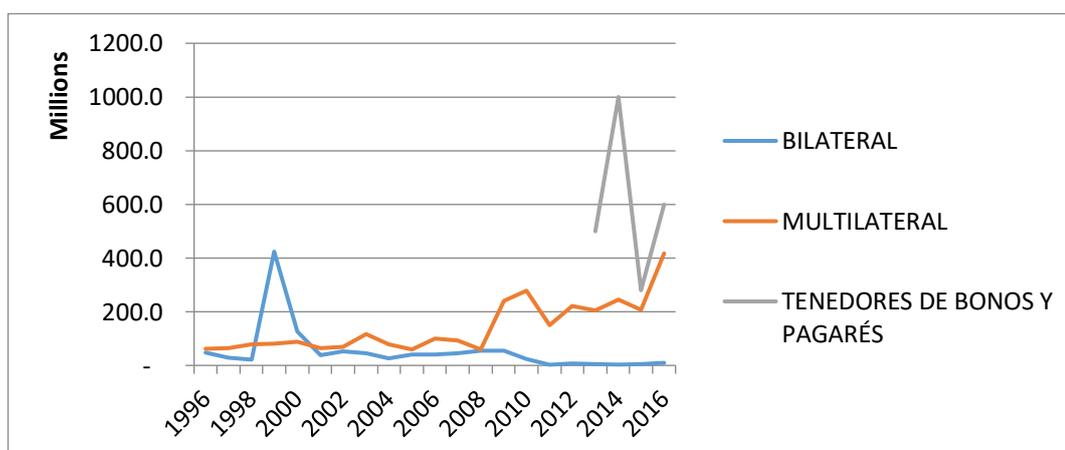


Gráfico 3. Evolutivo de deuda externa por acreedor
 Fuente: Elaboración propia.
 Datos del Portal Abierto del Ministerio de Hacienda

¿Cómo y de qué forma afecta este índice al país?

Como mencionábamos anteriormente, la salida a los mercados de capitales internacionales permite al país tener una percepción de riesgo, si este factor es bajo, la retribución que exigirán los inversionistas por el bono reflejara este mismo comportamiento, de lo contrario si el factor es alto, la retribución exigida será alta.

Los países que registran las tasas de rendimiento más bajas, pese a ofrecer menor renta, otorgan mayor seguridad al inversor no solo de cobrar el interés prometido sino fundamentalmente el monto de la inversión que es más importante. De ahí que son los elegibles para atraer capitales, no sólo financieros, sino fundamentalmente de largo plazo, como son los casos de las inversiones en infraestructura, ampliaciones de plantas industriales y radicación de empresas.

Por el contrario, cuando el riesgo país es alto, se desalienta el ingreso de capitales del exterior y de ese modo también emite una señal negativa para los inversores locales, porque también comienzan a sospechar de la conveniencia de destinar sus ahorros a financiar compromisos del Gobierno y también de empresas.

B. Bonos soberanos y la Inversión Pública

“El nuevo modelo de desarrollo que se aplica en América Latina impone al sector privado la tarea de liderar la inversión, pero los gobiernos pueden ofrecer incentivos para que el crecimiento se base en un uso más intensivo de la mano de obra. De ahí la importancia de la creación de infraestructura, porque ofrece la doble ventaja de aumentar la capacidad de competencia del país y de generar un número importante de puestos de trabajo. Las concesiones, como ampliación del proceso de privatización, son un mecanismo útil para lograrlo”. (CEPAL, Informe n° 75)

Fomento de la provisión de bienes y servicios públicos a favor de los pobres. Fundamenta el Banco Mundial (Mundial, 2014).

A fin de capitalizar sus oportunidades, el Paraguay debe mejorar la capacidad de prestar servicios del sector público. La población joven del Paraguay presenta una oportunidad para que el país acelere su crecimiento y su desarrollo económico. Los futuros ingresos previstos para Itaipú también representan otra oportunidad significativa para impulsar los niveles de ingresos

medianos-altos del país. Sin embargo, son muchas las exigencias que pesan sobre el país durante esta transición. Dado que una parte considerable de la población aún carece de acceso a servicios básicos de calidad en las zonas rurales, la migración a las ciudades requiere la creación de empleos en sectores modernos, especialmente para los jóvenes. Se necesitan grandes inversiones en infraestructura para mejorar la conectividad regional y el acceso a los mercados, sobre todo para los pobres y las empresas pequeñas. La clave del éxito radica en aumentar la capacidad y mejorar la gestión de gobierno para aprovechar estas oportunidades, lo que permitirá la ejecución eficaz de programas y presupuestos. El espacio fiscal para la demanda de inversiones necesaria requiere un aumento de los ingresos tributarios. Con la adopción de impuestos y gastos progresivos, el efecto de las políticas fiscales favorecería mucho más a los pobres.

“Los indicadores de capital y calidad de infraestructura usualmente se ubican en el cuartil inferior entre los mercados emergentes, la planificada ampliación de la infraestructura de Paraguay es una necesidad. Sin embargo la eficiencia de la gestión de la inversión pública y la experiencia con proyectos de envergadura son relativamente bajas” (Fondo Monetario Internacional, Informe 16/116)

“Las necesidades de infraestructura son enormes en gran parte de América Latina, Paraguay no es una excepción. El país enfrenta un déficit de infraestructura sustancial en comparación con los socios de la región, a pesar de haber redoblado los esfuerzos de inversión pública. Afortunadamente, dispone un margen de maniobra fiscal para incrementar el gasto en infraestructura.

El sector público ha invertido poco en comparación con otros a lo largo de los años, a pesar de encontrarse entre los países menos desarrollados de la región y tener finanzas públicas muy sólidas, con niveles relativamente bajos de deuda pública. Algunos en la región que no se destaca por un elevado gasto en infraestructura, tanto en términos de cantidad como de calidad.

Especialmente los sectores transporte, educación pública y la salud. Una excepción destacada es la producción de electricidad, dada la gran capacidad nacional de generación de energía hidroeléctrica, pero la distribución de electricidad dentro del país es aún deficiente. (Editorial, 2017)

El mayor peso de la agricultura en el PIB del país ha incrementado la volatilidad general del PIB en los últimos tiempos, lo que ha posicionado al Paraguay como uno de los países con mayor volatilidad de América Latina y el Caribe. Estos niveles elevados de volatilidad tienen efectos negativos cuando se trata de lograr un crecimiento económico sostenible y una reducción ininterrumpida de la pobreza. A corto plazo, la volatilidad afecta a los sectores vinculados con la cadena agroindustrial, como el transporte, el comercio y los servicios financieros. A mediano plazo, las consecuencias recaen principalmente sobre

la infraestructura y las inversiones en general, al empujarlas por debajo de su potencial. Todos estos efectos tienen implicancias en los ingresos tributarios, ya que traen consigo la volatilidad y la imprevisibilidad de la recaudación tributaria, lo que reduce el margen que tiene el Gobierno para luchar contra la pobreza y reducir la desigualdad. Por ende, las políticas públicas deberían centrarse en la gestión de riesgos, mediante la creación de instrumentos que contribuyan a prevenir o mitigar ciertas crisis económicas. (Mundial, 2014)

C. Bonos soberanos y su efecto en la Inversión Privada

“En lo económico, la fuerza de trabajo es uno de los principales factores de producción, y su importancia va en aumento, pues el capital humano es elemento clave para el crecimiento de la economía y de la productividad. Desde el punto de vista social, el empleo es la principal fuente de ingreso de la mayoría de los hogares latinoamericanos” (CEPAL, Informe n° 75)

El endeudamiento también libera recursos para el mercado interno: el Gobierno siempre ha emitido bonos para el repago de deuda anterior, la diferencia es que anteriormente lo hacía solamente en el mercado interno absorbiendo gran cantidad de dinero.

Hoy en día, Paraguay tiene acceso a los mercados internacionales, esto significa dinero que viene desde el extranjero, de esta manera el Gobierno deja más dinero disponible en el mercado financiero interno, es decir mayor circulante para el uso de las personas y empresas. (Stella Guillén, 2016)

El nuevo modelo de desarrollo que se aplica en América Latina impone al sector privado la tarea de liderar la inversión, pero los gobiernos pueden ofrecer incentivos para que el crecimiento se base en un uso más intensivo de la mano de obra. De ahí la importancia de la creación de infraestructura, porque ofrece la doble ventaja de aumentar la capacidad de competencia del país y de generar un número importante de puestos de trabajo. Las concesiones, como ampliación del proceso de privatización, son un mecanismo útil para lograrlo. (CEPAL, Informe n° 75)

A pesar de no tener litoral, el Paraguay cuenta con abundantes tierras agrícolas y recursos de energía limpia, que han impulsado un dinamismo significativo, aunque volátil, liderado por el sector privado. Se trata de un país joven con un vasto potencial demográfico. En consecuencia, la transformación estructural de las actividades agrícolas a las no agrícolas, de la esfera rural a la urbana, y de la producción primaria a una producción de mayor valor se encuentra en pleno

desarrollo. No obstante, en términos de capacidad, el sector privado ha superado al sector público, cuya debilidad ha restringido las inversiones clave en prestación de servicios, capital humano e infraestructura, elementos esenciales para la prosperidad futura y la reducción sostenida de la pobreza. Los problemas de gestión de la administración pública y la corrupción, fuertemente arraigados, continúan siendo el talón de Aquiles del país.

El Paraguay posee la tasa de urbanización de mayor crecimiento en América del Sur, y la desigualdad en el espacio urbano va en aumento. El sector privado podría superar la capacidad del sector público de brindar servicios de apoyo. Los bajos niveles de infraestructura de conexión dan lugar a desafíos singulares para un país mediterráneo con una economía basada en recursos naturales que crece rápidamente. (Mundial, 2014)

En cuanto a lo que respecta a Inversión Privada, según *Informe de Flujos de Inversión Extranjera Directa del Banco Central del Paraguay* los indicadores demuestran que el capital extranjero que ingreso al país fue de 1230 millones de dólares para lo que respecta al periodo 2008-2012, lo cual para el periodo 2013-2016 fue de 1539 millones de dólares, en términos porcentuales 25% más de Inversión extranjera.

IED	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
IED ENTRADA	1,429	1,091	1,168	1,868	2,095	1,780	1,645	1,192
IED SALIDA	1,166	1,020	706	1,287	1,398	1,527	1,263	923
IED NETO	263	71	462	581	697	253	382	269

Tabla 2. Evolutivo de la entrada y salida de capitales

Fuente: Elaboración propia

Datos del Banco Central del Paraguay

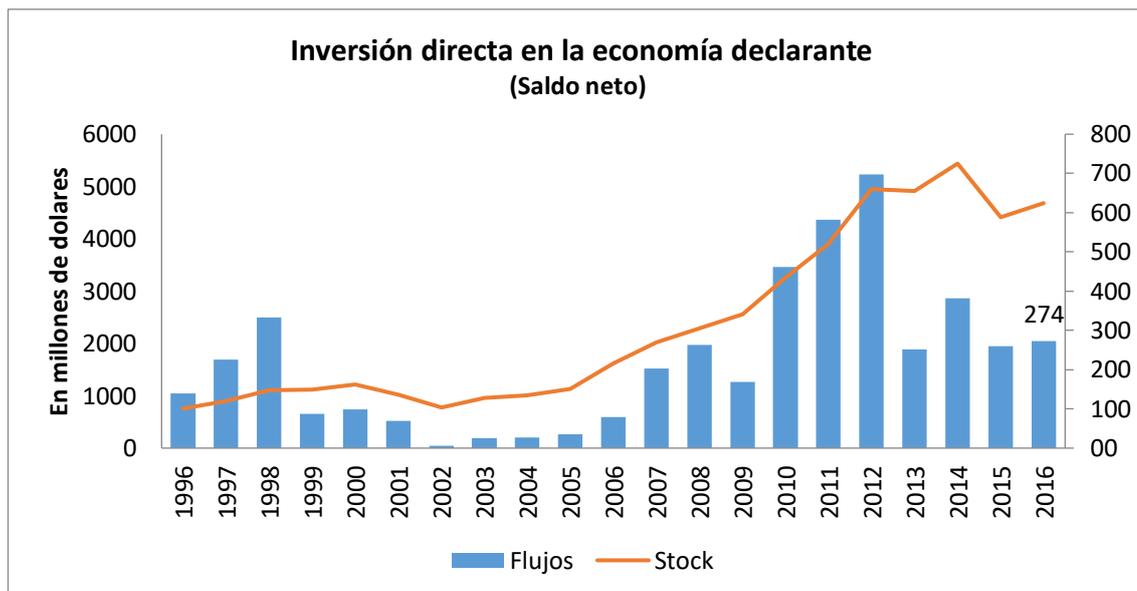


Gráfico 4. Inversión directa Paraguay
 Fuente: *Elaboración propia*
 Datos del Banco Central del Paraguay

Según expone el Banco Central del Paraguay, en el Boletín de Inversión Extranjera Directa en el 2015, los flujos brutos de entrada de IED alcanzaron USD 1.192,6 millones, mientras que se registró un flujo bruto de salida por USD 932,3 millones, esto representó un flujo neto de USD 260,3 millones. Durante el periodo 2010 al 2012, se observan elevados flujos brutos de entrada, alcanzando en el año 2012 los USD 2.095 millones. La salida de flujos brutos en ese año representó el 63,7% de las entradas totales, mientras que en el 2013, las salidas representaron el 85,8%, quedando un flujo neto de USD 252,2 millones para ese año.

D. Efectos de la inversión en el Mercado Laboral

“En lo económico, la fuerza de trabajo es uno de los principales factores de producción, y su importancia va en aumento, pues el capital humano es elemento clave para el crecimiento de la economía y de la productividad. Desde el punto de vista social, el empleo es la principal fuente de ingreso de la mayoría de los hogares latinoamericanos” (CEPAL, Informe n° 75)

“El déficit en infraestructura del país constituye, desde hace tiempo, un factor limitante para su desarrollo y mayor productividad. Pero, aunque la priorización de las inversiones está fuera de discusión, no se pueden ignorar o minimizar las restricciones institucionales del sector público para avanzar con celeridad y

calidad la ejecución las obras y los proyectos de inversión”. (CADEP, Dionisio Borda)

“Paraguay está muy por debajo de los países con mejor desempeño. Esto significa que podría estar obteniendo un volumen de infraestructura sustancialmente mayor por cada dólar que invierte. Estas lagunas de infraestructura son importantes porque pueden tener ramificaciones importantes para el crecimiento. La infraestructura nueva puede incrementar la productividad de la tierra, el trabajo y otro capital físico-para poder estimular nuevas inversiones y otros factores de producción” (Editorial, 2017)

El Gobierno, al igual que las personas, debe financiar acciones para hacer frente a las necesidades básicas de la gente, como ser salud, educación e infraestructura.

La inversión en estas tres áreas genera un retorno económico altísimo para la población, por ejemplo, por cada construcción de un kilómetro de ruta se generan 8 empleos directos y 24 indirectos. Es decir, se está dando empleo a un total de 32 personas.

A esto hay que sumarle todos los efectos secundarios que implica para los integrantes de cada familia de estas 32 personas, tales como mejor calidad de vida, mejor educación, mayor acceso a salud, etc (Stella Guillén, 2016).

La modernización del sector agrícola ha sido la columna vertebral del crecimiento económico. Durante los últimos 15 años, el Paraguay ha sido testigo de un cambio de una agricultura tradicional y familiar a una agricultura moderna y basada en la agroindustria con productos altamente rentables (principalmente soja y carne vacuna), orientada a los mercados extranjeros (principalmente Brasil y Rusia). Las exportaciones, impulsadas por el sector agrícola, han experimentado un drástico aumento durante la última década, con un crecimiento anual que pasó del 4% en el período 1994-2003 al 15% en el período 2004-13. Esto, a su vez, contribuyó a que las reservas en divisas se multiplicaran casi por 10 desde 2002 (de US\$640 millones a US\$5.871 millones). Las importaciones también crecieron significativamente, con un aumento del 22% anual durante el período 2004-13, en comparación con el 4% durante el período 1994-2003. Este aumento fue incentivado por la necesidad de más y mejores bienes de capital para respaldar la transformación agrícola y la apreciación de la moneda nacional. (Mundial, 2014)

E. El impacto de los bonos soberanos sobre el producto interno bruto

La política debe tener presente en general la necesidad de que la aceleración del crecimiento forme parte integral de toda estrategia encaminada a promover la generación de empleo. Para disminuir el desempleo y la desigualdad es

indispensable que las tasas de crecimiento sean elevadas y estables. También son importantes las características del crecimiento. (CEPAL, Informe n° 75)

Uno de los determinantes del bienestar económico y de los niveles de renta per cápita de una economía es la política fiscal. Podemos definir a la política fiscal como una rama de la política económica de un país, cuyos componentes principales son el gasto público y los impuestos. Este último componente es el que en general hace posible que el Estado pueda cumplir con la política fiscal, es decir que el mismo pueda generar gasto público, destinando dichos fondos a inversión e infraestructura.

En las últimas décadas, según explica (Doménech, 2004) se han presentado una gran cantidad de trabajos tanto teóricos como empíricos con propuestas sobre cómo aumentar las tasas de crecimiento alterando el nivel, la composición y la financiación del gasto público. El mismo autor explica que la relación entre el crecimiento económico y el nivel o la composición del gasto público se ha analizado, entre otros, en los trabajos de Kormendi y Meguire (1985), Barro (1989, 1990 y 1991), Castles y Dowrick (1990), Easterl y Rebelo (1993b), Cashing (1995), Folster y Henrekson (1999 y 2001), De la Fuente (1997), Cassou y Lansing (1998) o Doménech y García (2001 y 2002).

Al hablar del financiamiento del gasto público, nos interiorizamos mayormente en el objetivo de este trabajo, el financiamiento del gasto público mediante deuda externa, un caso particular dentro de esta corriente, por la especial atención que ha recibido ha sido el análisis de la relación entre gastos en infraestructuras y crecimiento económico, que se encuentra muy bien presentada en la panorámica ofrecida Gramlich (1994).

Para muchos países de América Latina, el financiamiento del gasto público a través de deuda oficial ha significado un factor fundamental en sus economías, como explica (BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO, 2006) la deuda oficial es uno de los instrumentos más poderosos de la política económica, y al igual que una herramienta a su vez peligrosa si no se la emplea eficazmente. Los gobiernos pueden emitir deuda para costear inversiones de capital físico y humano, responder a los cambios de coyuntura y actuar como un instrumento estabilizador en momentos de bajo crecimiento y crisis económicas.

A finales de los años setenta y durante la década de los ochenta muchos países en vías de desarrollo se endeudaron a niveles muy elevados, confiados en el auge de los precios de sus productos de exportación, sin embargo la subida del petróleo causó una recesión a nivel mundial, combinada a su vez con la subida de las tasas de interés y la caída de productos primarios, esto significó un golpe duro a estas economías. En los años ochenta, varios países de medianos ingresos en América Latina experimentaron profundas crisis asociado al alto endeudamiento, según ostenta (BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO, 2006) en ningún lugar del mundo, la deuda soberana ha tenido antecedentes más tremendos que en América Latina y el Caribe.

Según la teoría económica, en los países en desarrollo un nivel razonable de endeudamiento facilita el crecimiento económico, en la primera etapa un país en desarrollo tiene masas de capital pequeñas y es probable que ofrezca oportunidades de inversión más rentables que economías avanzadas, estos préstamos deberían de tener un impacto positivo en el crecimiento económico mientras los mismos sean destinados a inversiones productivas y no sean afectados por inestabilidad macroeconómicas ni políticas distorsionistas.

De los diferentes estudios realizados sobre el excesivo endeudamiento y su efecto en el crecimiento económico, cabe resaltar que los niveles altos de deuda reducen la inversión y con ello el crecimiento; como manifiesta (Banco Central de Nicaragua) esto se explica debido a que si la deuda llega a superar la capacidad de pago del país, aunque el producto interno bruto siga creciendo, se destinara una porción cada vez mayor de este para pagar el servicio de la deuda.

¿Por qué se reduce el crecimiento cuando la deuda es muy elevada?

Según explica (Pattillo, Poirson , & Ricci, 2002) la explicación más conocida la dan las teorías de sobreendeudamiento: si hay alguna probabilidad de que la deuda llegue a superar la capacidad de pago del país, el costo previsto del servicio de la deuda desalentara la inversión tanto nacional como extranjera, perjudicando así al crecimiento. Los posibles inversionistas tendrán temor e incertidumbre de que cuando más se “produzca” más se “gravara” para saldar

la deuda externa. Este argumento está representado en la curva de Laffer del (Ilustración 3), según la cual el aumento del saldo de la deuda tiende a reducir las probabilidades de reembolso.

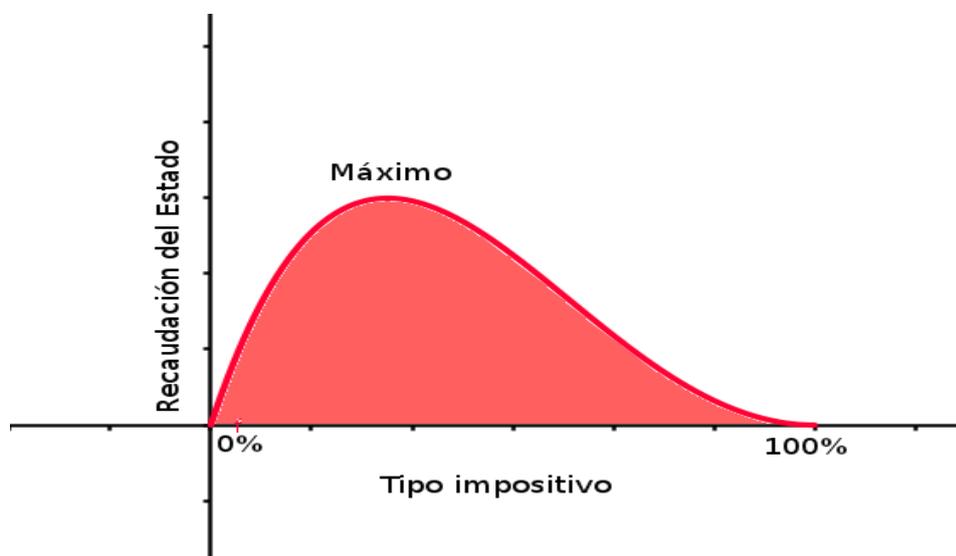
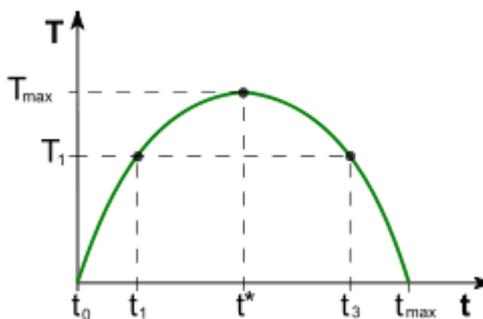


Gráfico 5. Curva de Laffer

Existen factores que hacen pensar que el aumento de una deuda que este a niveles razonables favorecería al crecimiento, tanto existen otros que destacan que saldos elevados de deuda podrían dificultar el crecimiento, ambos argumentos implican que probablemente la deuda tenga un efecto no lineal sobre el crecimiento, si bien estas teorías no lo han hecho explícitamente.

Como explica (Pattillo, Poirson , & Ricci, 2002) efectivamente, parece haber una relación de U invertida entre la deuda y el crecimiento (Ilustración 4).



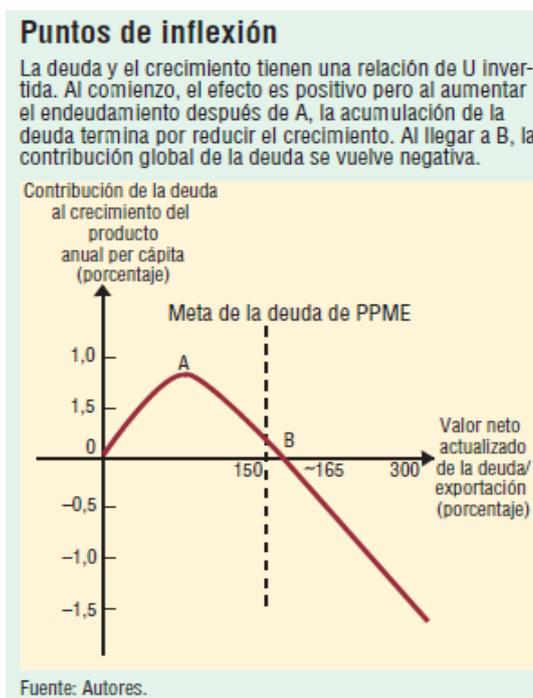


Gráfico 6. Puntos de inflexión

Cuando los países se abren y comienzan a tomar capitales extranjeros, el efecto sobre el crecimiento es probablemente positivo (pasando del endeudamiento cero al punto A). A medida que aumenta el coeficiente de endeudamiento después de A, la acumulación de la deuda termina por reducir el crecimiento, aunque el nivel global de endeudamiento sigue contribuyendo positivamente. Por ende, podemos considerar el punto A como el nivel de endeudamiento que maximiza el crecimiento. Cuando llegamos al punto B, la contribución global de la deuda se vuelve negativa y el país está peor que si no se hubiera endeudado.

El mismo estudio también cuantifica dos puntos de inflexión críticos, el punto B: la contribución global de la deuda parece volverse negativa al llegar al 160%-170% de las exportaciones y 35%-40% del PIB, según lo señalan (Pattillo, Poirson, & Ricci, 2002). Los mismos autores también señalan que lo que podría primar es la eficiencia de la inversión, no su volumen. El análisis realizado sustenta de manera significativa la teoría: es probable que el endeudamiento excesivo limita el crecimiento económico, no solo al reducir la inversión, sino al distorsionar su asignación, por ejemplo a proyectos eficientes.

El endeudamiento externo contribuirá al crecimiento económico siempre y cuando los recursos obtenidos sean utilizados para financiar actividades que promuevan el desarrollo y el país no se vea afectado por inestabilidad política o macroeconómica, políticas que distorsionen los incentivos económicos, o perturbaciones adversas (Banco Central de Nicaragua).

2.2. HIPÓTESIS

Ante un escenario de no emisión de bonos soberanos en el periodo 2013-2016, el contexto económico del Paraguay hubiera sido menos favorable en términos de Producto Interno Bruto, Inversión y Desempleo.

2.3. VARIABLES: CONCEPTUALIZACIÓN Y OPERACIONALIZACIÓN

2.3.1. Palabras Claves

- Inversión pública
- Inversión privada
- Emisión de bonos
- Empleo

2.3.2. Variables

- Inversión Total
- Mercado Laboral
- Producto Interno Bruto
- Desembolsos

CAPÍTULO III

MARCO METODOLÓGICO

3.1. TIPO DE INVESTIGACIÓN

La investigación es del tipo mixto: Cualitativa y Cuantitativa.

3.2. UNIVERSO, POBLACIÓN Y MUESTRA

- Universo: series temporales de variables macroeconómicas

- Población: series temporales de la totalidad de datos disponibles de las variables en cuestión.
- Muestra: series temporales de las variables analizadas de 1996-2016

3.3. MÉTODOS, TÉCNICAS E INSTRUMENTOS

La recolección de datos se obtendrá de los informes de instituciones públicas, principalmente del Ministerio de Hacienda, Banco Central del Paraguay y la Dirección General de Estadísticas Encuestas y Censos.

En la mayoría de los casos los datos obtenidos son de frecuencia trimestral, en el caso de ser series anuales se llevará a cabo una trimestralización. El objetivo de analizar series temporales en periodos trimestrales es el de obtener una mayor cantidad de datos, captar las volatilidades de los mismos y lograr una mayor significancia del modelo.

3.4. PROCEDIMIENTOS PARA LA RECOLECCIÓN DE DATOS

3.5. ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE DATOS

El análisis de datos se realizará mediante el programa econométrico Eviews 8, el mismo comprende básicamente de dos etapas, en la primera etapa luego de obtener todos los datos necesarios se realizarán ecuaciones individuales, con el fin de obtener las relaciones entre dichas variables, la elasticidad de las mismas, su nivel de significancia y los parámetros obtenidos por el modelo uniecuacional.

En la segunda etapa del análisis, ya con todas las ecuaciones bien especificadas y validadas se llevará a cabo un modelo multiecuacional, es decir un objeto “*model*” en el programa Eviews en donde se incluirán dichas ecuaciones haciéndolas interactuar entre sí, obteniendo así un escenario base, este escenario se entenderá como el contexto actual en donde no se dan modificaciones de ningún tipo, luego se realizará un escenario alternativo, en este escenario se llevará a cabo una simulación de acuerdo con el objetivo de

“IMPACTO DE LOS BONOS SOBERANOS EN EL PRODUCTO INTERNO BRUTO, LA INVERSION Y EL MERCADO LABORAL”

la investigación, un contexto en donde no se hayan emitidos bonos soberanos, este escenario simplemente responde a la resta de los valores de las emisiones de bonos a la serie de desembolsos de deuda externa. Una vez obtenidos los escenarios, finalmente se llevará a cabo una comparación de resultados de tal forma a poder identificar el impacto en las variables analizadas PIB, Inversión y Desempleo.

CAPÍTULO IV

MARCO ANALÍTICO

1.1. RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN

En este capítulo se expone los resultados arrojados por el modelo de ecuaciones simultáneas realizado en el software econométrico Eviews8 para los años 1996-2016. En la primera etapa del análisis, se llevó a cabo la estimación de ecuaciones individuales los resultados son los siguientes:

- En la primera ecuación construida “**Eq03_1**”, tomamos como variable dependiente el crecimiento interanual de la Inversión Pública y como variable independiente los desembolsos de deuda externa, la Inversión Pública y el crecimiento interanual de la misma. El modelo utilizado es el Log-Log en donde las dos variables se presentan logaritmizadas.

Dependent Variable: DLOG(INV_,0,4)

Method: Least Squares

Date: 03/21/17 Time: 21:36

Sample: 1999Q2 2016Q4

Included observations: 71

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.517790	0.731643	3.441283	0.0010
LOG(DES_MH1(-4)/DEFPIB(-4))	0.233530	0.074578	3.131351	0.0026
LOG(INV_(-4))	-0.348787	0.073434	-4.749687	0.0000
DLOG(DES_MH1/DEFPIB,0,4)	0.201482	0.051950	3.878418	0.0002
DLOG(DES_MH1(-2)/DEFPIB(-2),0,4)	0.104854	0.044926	2.333909	0.0227
DLOG(INV_(-1),0,4)	0.400548	0.086750	4.617272	0.0000
R-squared	0.629012	Mean dependent var	0.086767	
Adjusted R-squared	0.600474	S.D. dependent var	0.565427	
S.E. of regression	0.357395	Akaike info criterion	0.860774	
Sum squared resid	8.302548	Schwarz criterion	1.051986	
Log likelihood	-24.55747	Hannan-Quinn criter.	0.936813	
F-statistic	22.04155	Durbin-Watson stat	1.976674	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Tabla 3. Crecimiento interanual de la inversión pública

Los resultados demuestran lo esperado, el coeficiente de la variable $DESEMBOLSOS \ LOG(DES_MH1(-4)/DEFPIB(-4))$ es la elasticidad estimada de la Inversión Pública. Esto implica que por cada aumento de 1% en los desembolsos de deuda externa, se produce un aumento aproximado de 0,23% en la Inversión Pública Pura. Esto evidencia la relación positiva entre los desembolsos de los recursos externos y la Inversión Pública con un ajuste de 0,62, lo cual pareciera ser un coeficiente bajo, esto es justificado por la participación de otras variables en la inversión pública, como pueden ser los ingresos tributarios. El modelo explica en un 62% las variaciones en la variable dependiente, por lo cual se puede concluir que el modelo es significativo, de la misma forma también podemos asumir la inexistencia de multicolinealidad según se puede observar en el estadístico de Durbin-Watson.

- La segunda ecuación mide la relación entre la Inversión Privada y la Inversión pública, tomando como variable endógena la Inversión Privada en crecimientos intertrimestrales y como variables exógenas la Inversión Pública, un índice de rentabilidad y la misma endógena retardada.

Dependent Variable: DLOG(INVPR)
 Method: Least Squares
 Date: 03/21/17 Time: 21:37
 Sample (adjusted): 1999Q2 2016Q3
 Included observations: 70 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.774028	0.772284	3.591979	0.0006
LOG(INV_(-4))	0.095221	0.023992	3.968848	0.0002
LOG(INVPR(-1))	-0.307444	0.071195	-4.318322	0.0001
RENT(-1)	2.534435	0.683961	3.705525	0.0004
DLOG(INV_(-1))	-0.043077	0.017167	-2.509368	0.0147
DLOG(INV_(-2))	-0.097755	0.016133	-6.059165	0.0000
D(RENT)	6.367374	1.246987	5.106207	0.0000
R-squared	0.702124	Mean dependent var	0.012428	
Adjusted R-squared	0.673754	S.D. dependent var	0.164055	
S.E. of regression	0.093705	Akaike info criterion	-1.802700	
Sum squared resid	0.553175	Schwarz criterion	-1.577850	
Log likelihood	70.09449	Hannan-Quinn criter.	-1.713387	
F-statistic	24.74951	Durbin-Watson stat	2.165648	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Tabla 4. Inversión Privada e Inversión Pública

Los resultados para esta ecuación también demuestran la existencia de una relación positiva entre la Inversión Privada y la Inversión Pública. Por cada 1% de aumento en la Inversión Privada, el cambio en la Inversión Pública es 0,09%, en la misma forma se produce un aumento de 2,5% de la Rentabilidad ante el cambio en la Inversión Privada. El modelo es significativo, explica en un 70% los cambios en la variable dependiente y se observa la inexistencia de auto correlación.

A partir de esto resulta interesante plantearnos la siguiente pregunta. ¿Dicha relación genera un efecto crowding outⁱⁱ o efecto expulsión de la inversión privada en Paraguay?

Dicha relación positiva evidencia que el efecto crowding out, no es el caso de Paraguay debido a que la mayor parte de la inversión pública es financiada con recursos externos.

- En la tercera ecuación del modelo, medimos la relación entre el Producto interno bruto como variable endógena, y como exógena la Formación Bruta de Capital Real, la cual en adelante lo llamamos Inversión Total, en donde se incluye tanto la pública como privada y un Índice de demanda externa.

Dependent Variable: DLOG(PIBR,0,4)
 Method: Least Squares
 Date: 03/21/17 Time: 21:37
 Sample (adjusted): 1998Q1 2016Q4
 Included observations: 76 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.162799	0.736045	2.938406	0.0045
LOG(PIBR(-4))	-0.245985	0.080172	-3.068231	0.0031
LOG(FBKF_R(-4))	0.074021	0.031644	2.339182	0.0222
LOG(IDX(-4))	0.129658	0.045830	2.829115	0.0061
DLOG(PIBR(-1),0,4)	0.239779	0.082517	2.905826	0.0049
DLOG(FBKF_R,0,4)	0.231428	0.035626	6.495986	0.0000
DLOG(IDX(-4),0,4)	-0.328721	0.152508	-2.155432	0.0346
R-squared	0.678009	Mean dependent var		0.030501
Adjusted R-squared	0.650010	S.D. dependent var		0.050303

“IMPACTO DE LOS BONOS SOBERANOS EN EL PRODUCTO INTERNO BRUTO, LA INVERSION Y EL MERCADO LABORAL”

S.E. of regression	0.029760	Akaike info criterion	-4.103752
Sum squared resid	0.061108	Schwarz criterion	-3.889079
Log likelihood	162.9426	Hannan-Quinn criter.	-4.017958
F-statistic	24.21533	Durbin-Watson stat	2.036734
Prob(F-statistic)	0.000000		

Tabla 5. Relación PIB/Formación Bruta de Capital

Los resultados del modelo uniecuacional demuestran una relación positiva entre el crecimiento interanual del Producto Interno Bruto y la Inversión Total para el periodo de 1996-2016. Por cada 1% de aumento en Producto Interno Bruto, el cambio en la Inversión Total es de 0,23%. El modelo es significativo en su conjunto, explica en un 67% los cambios en la variable dependiente y se observa la inexistencia de autocorrelación.

-En la siguiente ecuación, tomamos como variable explicada el crecimiento del Producto Interno Bruto, y como variables explicativas

Dependent Variable: DLOG(PIBR)
 Method: Least Squares
 Date: 03/02/17 Time: 17:10
 Sample (adjusted): 1998Q1 2016Q2
 Included observations: 74 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.091494	0.813666	5.028469	0.0000
LOG(PIBR(-1))	-0.377180	0.070058	-5.383820	0.0000
LOG(INV_(-1))	0.007362	0.012588	0.584866	0.5606
DLOG(INV_)	0.026404	0.011113	2.376001	0.0204
LOG(IDX(-4))	0.328343	0.066951	4.904214	0.0000
DLOG(IDX(-4),0,4)	-0.468728	0.239786	-1.954776	0.0548
@SEAS(4)	0.090309	0.014920	6.053042	0.0000
R-squared	0.759921	Mean dependent var	0.006527	
Adjusted R-squared	0.738422	S.D. dependent var	0.074570	
S.E. of regression	0.038139	Akaike info criterion	-3.605353	
Sum squared resid	0.097456	Schwarz criterion	-3.387401	
Log likelihood	140.3981	Hannan-Quinn criter.	-3.518410	
F-statistic	35.34586	Durbin-Watson stat	2.192270	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Inversión Pública y un índice de demanda externa.

Tabla 6. Crecimiento del PIB/Demanda externa

Se observa la relación positiva entre dichas variables, ante un cambio del 1% en la variable explicada, la inversión pública aumenta 0,02% y el Índice de demanda externa 0,32%, también se puede notar la inexistencia de multicolinealidad. El modelo es significativo y explica en un 75% los cambios en la variable dependiente.

Dependent Variable: D(U)
 Method: Least Squares
 Date: 03/21/17 Time: 21:38
 Sample (adjusted): 1999Q2 2016Q3
 Included observations: 70 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	28.39929	10.06928	2.820390	0.0064
LOG(PIBR(-3))	-1.713062	0.626067	-2.736227	0.0080
U(-1)	-0.308497	0.090200	-3.420127	0.0011
DLOG(PIBR(-1))	6.980934	1.641080	4.253865	0.0001
DLOG(PIBR)	-5.067640	1.490448	-3.400078	0.0012

R-squared	0.613120	Mean dependent var	0.042857
Adjusted R-squared	0.589312	S.D. dependent var	1.221732
S.E. of regression	0.782946	Akaike info criterion	2.417243
Sum squared resid	39.84529	Schwarz criterion	2.577850
Log likelihood	-79.60351	Hannan-Quinn criter.	2.481038
F-statistic	25.75273	Durbin-Watson stat	2.019263
Prob(F-statistic)	0.000000		

Tabla 7. PIB & desempleo

En la última ecuación, medimos como afecta el Producto Interno Bruto a la tasa de desempleo, la relación es inversa en donde podemos observar que por cada 1% de aumento en la tasa de desempleo, el Producto interno bruto disminuye en promedio 5%, lo cual es lógico pensar que ante menor actividad económica el nivel de paro es mayor. El modelo es significativo y explica en un 61% los cambios en la variable dependiente, también se observa la inexistencia de auto correlación.

“IMPACTO DE LOS BONOS SOBERANOS EN EL PRODUCTO INTERNO BRUTO, LA INVERSION Y EL MERCADO LABORAL”

En el apartado siguiente, se presenta los resultados de la segunda etapa del análisis, ya con todas las ecuaciones especificadas anteriormente llevamos a cabo un modelo multiecuacional en donde se establece un escenario base, el cual corresponde a la estimación de las variables endógenas y un escenario alternativo, el cual corresponde a la simulación en el cual no se emitiesen bonos soberanos en el periodo 2013-2016.

Según las estimaciones de las variables endógenas obtenemos los siguientes resultados para el escenario base que en adelante lo denominamos escenario CON BONOS para el periodo 2013-2016.

Tabla 8. Escenario Base					
Periodo	FBKF_R_0	INVPR_0	INV_0	U_0	PIBR_0
2012Q1	826,988	756,083	63,030	5.6	5,776,168
2012Q2	930,556	800,884	141,037	4.9	5,687,423
2012Q3	1,138,264	1,015,490	153,121	4.6	5,930,575
2012Q4	1,463,600	1,012,049	417,714	4.3	6,243,161
2013Q1	1,048,475	898,763	149,774	5.1	6,168,653
2013Q2	990,846	820,660	170,145	5.2	6,063,179
2013Q3	1,162,116	952,183	209,974	4.9	6,278,508
2013Q4	1,527,155	1,135,054	392,411	5.0	6,667,698
2014Q1	1,145,077	991,954	153,356	5.6	6,548,077
2014Q2	1,091,529	932,574	158,872	5.4	6,425,148
2014Q3	1,329,302	1,096,298	233,033	4.8	6,746,903
2014Q4	1,604,494	1,218,786	386,437	5.0	7,084,624
2015Q1	1,162,605	979,559	182,739	5.5	6,791,113
2015Q2	1,082,935	865,415	216,979	5.1	6,631,745
2015Q3	1,192,319	974,717	217,107	4.6	6,816,978
2015Q4				4.6	

“IMPACTO DE LOS BONOS SOBERANOS EN EL PRODUCTO INTERNO BRUTO, LA INVERSION Y EL MERCADO LABORAL”

	1,405,077	1,043,407	361,050		7,084,319
2016Q1	1,095,311	914,180	180,437	5.1	6,832,694
2016Q2	1,104,854	893,714	209,995	4.8	6,812,019
2016Q3	1,213,741	980,042	232,307	4.5	7,042,112
2016Q4	1,442,640	1,119,919	322,212	4.5	7,372,530

Tabla 9. Variación % Interanual					
Periodo	FBKF_R_0	INVPR_0	INV_0	U_0	PIBR_0
2013Q1	27%	19%	138%	-0.08	7%
2013Q2	6%	2%	21%	0.07	7%
2013Q3	2%	-6%	37%	0.07	6%
2013Q4	4%	12%	-6%	0.15	7%
2014Q1	9%	10%	2%	0.09	6%
2014Q2	10%	14%	-7%	0.03	6%
2014Q3	14%	15%	11%	-0.02	7%
2014Q4	5%	7%	-2%	0.00	6%
2015Q1	2%	-1%	19%	-0.01	4%
2015Q2	-1%	-7%	37%	-0.06	3%
2015Q3	-10%	-11%	-7%	-0.05	1%
2015Q4	-12%	-14%	-7%	-0.07	0%
2016Q1	-6%	-7%	-1%	-0.07	1%
2016Q2	2%	3%	-3%	-0.07	3%
2016Q3	2%	1%	7%	-0.03	3%
2016Q4	3%	7%	-11%	-0.02	4%
Promedio	3.6%	2.8%	14.3%	-0.05	4.4%

Como se puede observar en la tabla, para los años 2013-2016 la Inversión Total experimentó un crecimiento promedio de 3,6%, de igual forma para los mismos años la Inversión Privada y la Inversión Pública Pura presentaron crecimientos interanuales de 2,8% y 14,3%. En cuanto a la tasa de desempleo, se puede observar un decrecimiento promedio de -0,05 puntos porcentuales y un crecimiento interanual promedio de 4,4% para el Producto Interno Bruto Real.

En la siguiente tabla presentamos los resultados del escenario alternativo que en adelante lo denominamos escenario SIN BONOS, el mismo consiste en una

simulación o modificación de la variable desembolsos de deuda externa, en donde procedimos a restar de la serie los desembolsos de bonos soberanos correspondientes a los años 2013-2016.

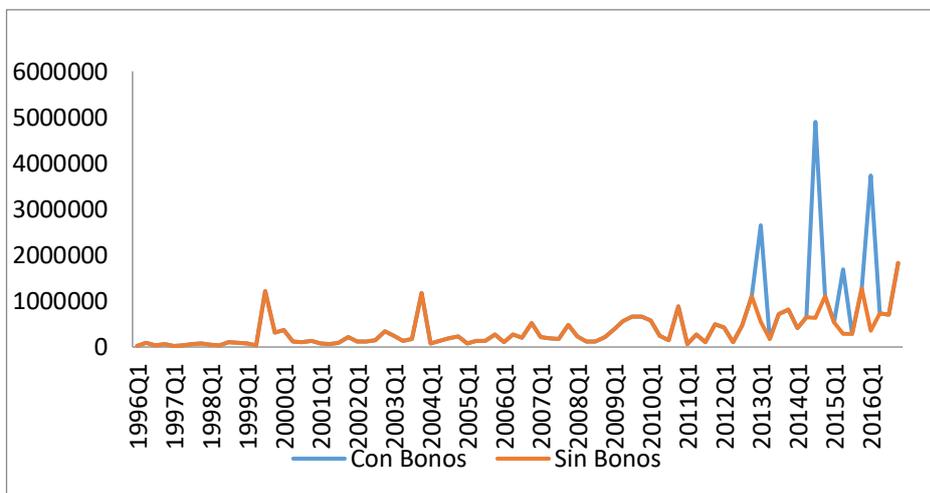


Gráfico 6. Tabla sin Bonos

Cabe destacar que la simulación se establece para dicho periodo ya que la emisión inaugural de Paraguay en el mercado internacional de capitales fue en enero de 2013.

Tabla 10. Escenario sin Desembolso de Bonos					
Periodo	FBKF_R_1	INVPR_1	INVPUB_1	U_1	PIBR_1
2012Q1	819,112	756,083	63,030	5.6	5,776,168
2012Q2	941,921	800,884	141,037	4.9	5,687,423
2012Q3	1,168,611	1,015,490	153,121	4.6	5,930,575
2012Q4	1,429,763	1,012,049	417,714	4.3	6,243,161
2013Q1	1,008,126	898,763	109,363	5.2	6,112,818
2013Q2	981,861	831,852	150,009	5.2	6,037,288
2013Q3	1,152,645	983,146	169,499	4.9	6,260,177
2013Q4	1,503,795	1,143,638	360,157	4.9	6,639,008
2014Q1				5.7	

“IMPACTO DE LOS BONOS SOBERANOS EN EL PRODUCTO INTERNO BRUTO, LA INVERSION Y EL MERCADO LABORAL”

	1,085,489	970,724	114,766		6,456,442
2014Q2	1,052,160	904,350	147,811	5.4	6,351,818
2014Q3	1,224,186	1,062,728	161,458	4.9	6,601,963
2014Q4	1,516,753	1,173,002	343,751	4.9	6,955,350
2015Q1	1,065,391	944,857	120,534	5.6	6,618,624
2015Q2	966,540	828,663	137,877	5.2	6,423,490
2015Q3	1,079,285	941,991	137,294	4.6	6,606,968
2015Q4	1,279,611	1,011,617	267,994	4.6	6,882,983
2016Q1	953,367	854,524	98,843	5.3	6,563,200
2016Q2	951,765	814,764	137,001	4.9	6,518,886
2016Q3	1,035,878	899,714	136,165	4.6	6,717,059
2016Q4	1,323,078	1,013,266	309,812	4.5	7,148,783

Tabla 11. Variación % Interanual

Periodo	FBKF_R_1	INVPR_1	INV_1	U_1	PIBR_1
2013Q1	23%	19%	74%	-0.07	6%
2013Q2	4%	4%	6%	0.06	6%
2013Q3	-1%	-3%	11%	0.07	6%
2013Q4	5%	13%	-14%	0.15	6%
2014Q1	8%	8%	5%	0.09	6%
2014Q2	7%	9%	-1%	0.04	5%
2014Q3	6%	8%	-5%	0.00	5%
2014Q4	1%	3%	-5%	-0.01	5%
2015Q1	-2%	-3%	5%	-0.01	3%
2015Q2	-8%	-8%	-7%	-0.04	1%
2015Q3	-12%	-11%	-15%	-0.06	0%
2015Q4	-16%	-14%	-22%	-0.05	-1%
2016Q1	-11%	-10%	-18%	-0.05	-1%
2016Q2	-2%	-2%	-1%	-0.06	1%
2016Q3	-4%	-4%	-1%	-0.01	2%
2016Q4	3%	0%	16%	-0.02	4%
Promedio	0.2%	0.5%	1.8%	0.04	3.4%

Tabla 12. Diferencia entre base y alternativo					
Periodo	FBKF_R	INVPR	INV_	U	PIBR
2013Q1	4%	0%	64%	-0.01	1%
2013Q2	2%	-1%	14%	0.01	0%
2013Q3	3%	-3%	26%	0.00	0%
2013Q4	-1%	-1%	8%	0.01	0%
2014Q1	2%	2%	-3%	-0.01	1%
2014Q2	3%	5%	-5%	-0.01	1%
2014Q3	8%	7%	16%	-0.01	2%
2014Q4	4%	5%	3%	0.01	1%
2015Q1	3%	1%	14%	0.00	1%
2015Q2	7%	1%	43%	-0.02	2%
2015Q3	2%	0%	8%	0.01	1%
2015Q4	3%	-1%	15%	-0.02	1%
2016Q1	5%	3%	17%	-0.02	1%
2016Q2	4%	5%	-3%	-0.01	1%
2016Q3	6%	5%	8%	-0.02	2%
2016Q4	-1%	7%	-26%	0.00	0%
Promedio	3.4%	2.3%	12.5%	-0.09	1.0%

En la tabla detallada podemos observar el impacto en las variables analizadas, en donde simplemente calculamos un residuo entre el escenario CON BONOS y el escenario SIN BONOS.

Como se puede observar, existen diferencias significativas entre los dos escenarios para el periodo 2013-2016 teniendo en cuenta un enfoque macroeconómico.

Siguiendo el orden de los objetivos establecidos; concluimos los siguientes resultados para el escenario SIN BONOS:

1. De acuerdo a la simulación llevada a cabo, el impacto en la Formación Bruta de Capital o Inversión Total es negativo, visto que en el escenario CON BONOS el crecimiento promedio es de 3,6% y en el escenario SIN BONOS 0,2%.

“IMPACTO DE LOS BONOS SOBERANOS EN EL PRODUCTO INTERNO BRUTO, LA INVERSIÓN Y EL MERCADO LABORAL”

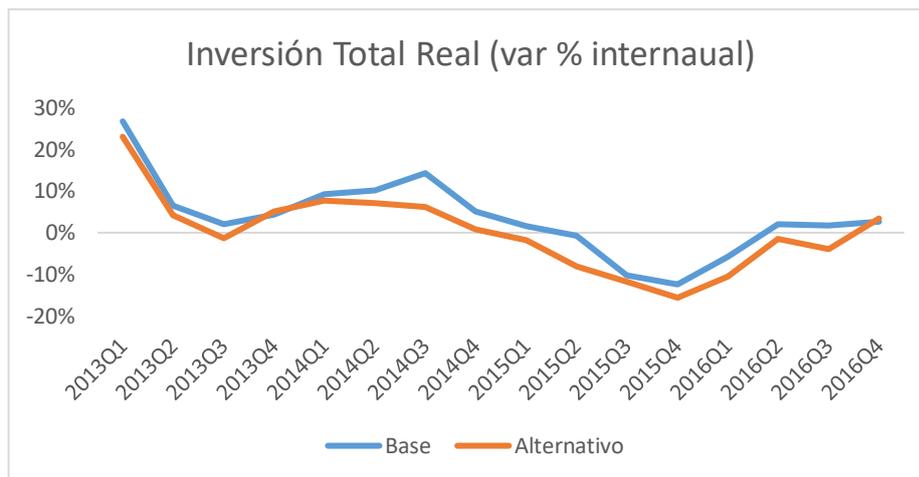


Gráfico 7. Inversión total real

La diferencia promedio entre dichos escenarios es de 3,4 puntos porcentuales, esto nos lleva a sostener que sin dichos desembolsos de bonos soberanos en el periodo 2013-2016 la inversión pudo haber sido significativamente menor.

2. El impacto en la Inversión Pública Pura es negativo, siendo esta variable en la cual mayor efecto negativo presenta. En el escenario CON BONOS el crecimiento promedio de la Inversión Pública para los años en cuestión es de 14,3%, en el escenario SIN BONOS el crecimiento promedio es de 1,8%.

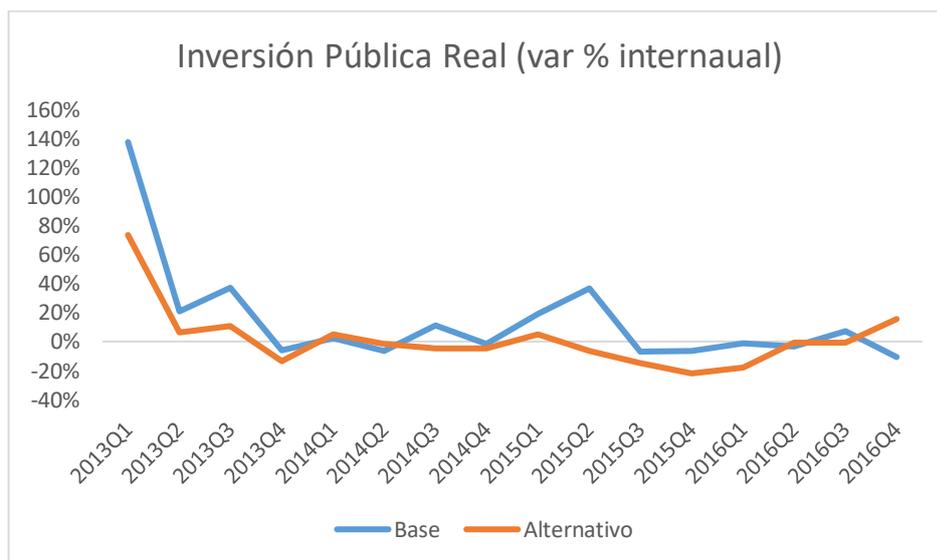


Gráfico 8. Inversión pública real

La diferencia entre los dos escenarios es de 12,5 puntos porcentuales, lo cual nos lleva a asumir que sin la emisión de bonos soberanos en el periodo analizado, la Inversión Pública es significativamente menor.

3. De igual forma, medimos el Impacto generado en la Inversión privada, en el escenario CON BONOS se puede observar un crecimiento promedio de 2,8% en el periodo transcurrido de 2013-2016, sin embargo el escenario SIN BONOS presenta un incremento promedio de 0,5% en el mismo periodo.

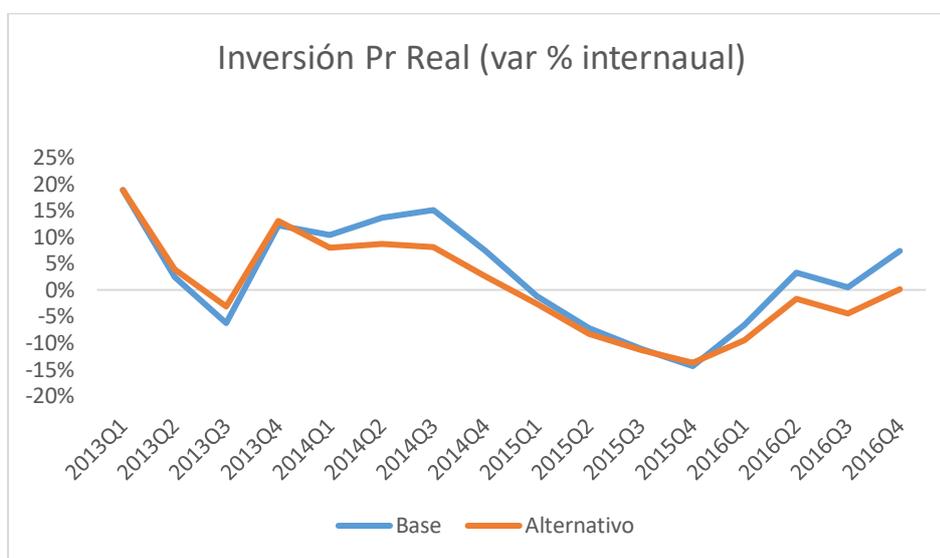


Gráfico 9. Inversión privada real

La diferencia entre los dos escenarios es de 2,3 puntos porcentuales, lo que nos lleva a asumir que macroeconómicamente sin los desembolsos de bonos soberanos en el periodo 2013-2016, la inversión privada podría haber sido menor. Según los resultados mencionados, también cabe resaltar que no se experimenta un efecto expulsión, esto debido principalmente a que la Inversión Pública no genera efecto negativo en la Inversión privada debido a que la Inversión Pública mayormente se financia con recursos externos y no internos lo cual no existe un desplazamiento que desvíe la inversión del sector privado.

Estos resultados hacen notar que la emisión de bonos soberanos, no necesariamente se limita a la obtención de recursos financieros para la

inversión, también tienen impacto en la imagen del país, lo cual sirve de atractivo a inversiones ya sean nacionales o extranjera.

4. Como se expuso en la primera parte del análisis, notamos una relación inversa entre el Producto Interno Bruto y la tasa de desempleo, los resultados de la simulación para el periodo 2013-2016 en donde no se emitieron bonos soberanos son los siguientes:

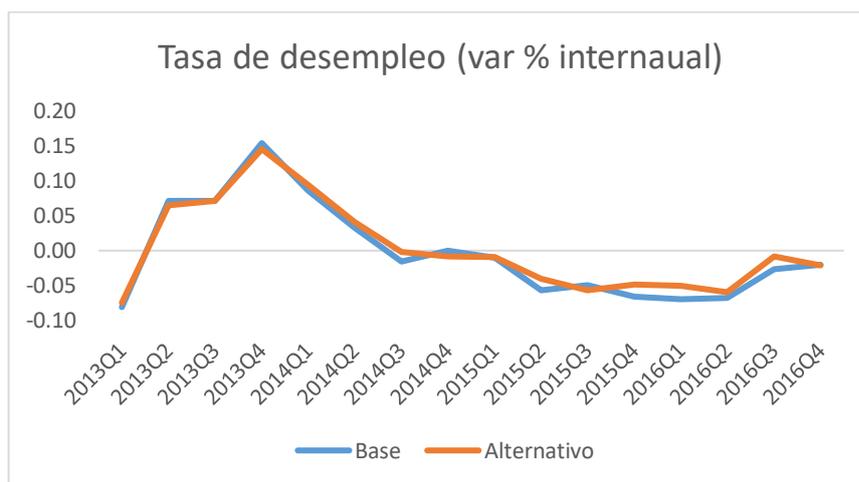


Gráfico 10. Escenario con bonos

En el escenario CON BONOS la variación interanual promedio para los años 2013-2016 es -0,05 % a diferencia del escenario SIN BONOS en donde presenta una variación promedio de -0,04%. La diferencia entre estos dos escenarios es de 0,01 punto porcentual lo cual nos lleva a asumir que el impacto en dicha variable no es mayor. Esto puede ser justificado debido a un componente cíclico, lo cual responde a todo aquello que no es Inversión Pública, necesariamente existen otros factores que deberían de influir en el comportamiento de la tasa de desempleo, como también a un menor crecimiento económico en los últimos años debido a la situación económica regional lo cual lleva a un reacomodo de la tasa de desempleo a un nivel más alto. También cabe destacar que un componente del incremento de la tasa de desempleo del último trimestre del 2016 es la suba de la tasa de actividad, es decir existen más personas que se incorporaron al mercado laboral, lo cual produce un mayor aumento de la tasa de desempleo.

CAPÍTULO V

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Evaluando ambas situaciones de emisión y no emisión de bonos, con resultados obtenidos se concluye que:

Por cada aumento de 1% en los desembolsos de deuda pública se produce un aumento aproximado de 0,23% en la inversión pública pura. Relación positiva entre los desembolsos de recursos externos y la inversión pública.

Existe una relación positiva entre la inversión privada y la pública. Por cada 1% de aumento de Inversión Privada, el cambio de la inversión pública es de 0,09%, en la misma forma se produce un aumento de 2,5% de la Rentabilidad ante el cambio en la Inversión Privada.

Relación producto interno bruto- tasa de desempleo, tienen una relación inversa, se observa que por cada 1% de aumento en la tasa de desempleo, el Producto Interno Bruto disminuye en promedio 5%.

La inversión total experimentó un crecimiento promedio de 3,6% para los años 2013-2016. Tanto la Inversión Privada como la Inversión pública pura, crecimientos interanuales de 2,8% y 14,3%.

En cuanto al desempleo se ve un decrecimiento promedio de -0,05% puntos porcentuales y crecimiento interanual promedio de 4,4% para el Producto Interno Bruto Real.

En cuanto a la evaluación del escenario sin bonos, se observan grandes diferencias entre los escenarios para el periodo 2013-2016, teniendo en cuenta el enfoque macroeconómico.

2013-2016 teniendo en cuenta un enfoque macroeconómico.

La diferencia promedio entre dichos escenarios es de 3,4 puntos porcentuales, se sostiene que sin dichos desembolsos de bonos soberanos, la inversión pudo haber sido significativamente menor.

El impacto en la Inversión Pública Pura es negativo, siendo esta variable en la cual mayor efecto negativo presenta. En el escenario CON BONOS el crecimiento promedio de la Inversión Pública para los años en cuestión es de 14,3%, en el escenario SIN BONOS el crecimiento promedio es de 1,8%.

La diferencia entre los dos escenarios es de 12,5 puntos porcentuales, lo cual nos lleva a asumir que sin la emisión de bonos soberanos en el periodo analizado, la Inversión Pública es significativamente menor.

De igual forma, medimos el Impacto generado en la Inversión privada, en el escenario CON BONOS se puede observar un crecimiento promedio de 2,8% en el periodo transcurrido de 2013-2016, sin embargo el escenario SIN BONOS presenta un incremento promedio de 0,5% en el mismo periodo.

La diferencia entre los dos escenarios es de 2,3 puntos porcentuales, lo que nos lleva a asumir que macroeconómicamente sin los desembolsos de bonos soberanos en el periodo 2013-2016, la inversión privada podría haber sido también menor. Según los resultados mencionados, también cabe resaltar que no se experimenta un efecto expulsión, esto debido principalmente a que la Inversión Pública no genera efecto negativo en la Inversión privada debido a que la Inversión Publica mayormente se financia con recursos externos.

Como se expuso en la primera parte del análisis, notamos una relación inversa entre el Producto Interno Bruto y la tasa de desempleo, los resultados de la simulación para el periodo 2013-2016 en donde no se emitieron bonos soberanos son los siguientes:

FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

- ✓ Eficiencia de la inversión pública a través de Bonos Soberanos
- ✓ Sostenibilidad de la Deuda pública
- ✓ Infraestructura-Efecto multiplicador-Desarrollo-Inclusión Financiera
- ✓ Presión Tributaria vs Endeudamiento público

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía

Banco Central de Nicaragua. (s.f.). Deuda Externa y Crecimiento económico.

Banco Central de Nicaragua. (s.f.). DEUDA EXTERNA Y CRECIMIENTO ECONOMICO. *Nicaragua en la Iniciativa HIPC - Memoria y Perspectivas*, 9-10-11.

BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO. (2006). *Como vivir con deuda*. Ideas para el Desarrollo de las Américas.

Buchanan, J. M. (1997). La deuda publica y la formacion de capital. *Revista Libertas* 27 .

Doménech, R. (2004). Política Fiscal y Crecimiento Económico.

Editorial. (2017). Invertir en el futuro de Paraguay. *Plus Actividad y Resultados Edición 128*.

Gomero, N., Masuda , V., & Barrera, J. (2014). BONOS SOBERANOS Y SU RELACION CON EL ESCENARIO MACROECONOMICO GLOBAL. *QUIPUKAMAYOC Revista de la Facultad de Ciencias Contables*.

Ministerio de Hacienda. (2015). *Análisis de la Sostenibilidad de la Deuda del Sector Público 2003-2016*.

Mundial, B. (2014). Estrategia de Alianza con La República del Paraguay para los años fiscales 2015-18. *Informe nº 82487*.

Pattillo, C., Poirson , H., & Ricci, L. (Junio de 2002). La deuda externa y el crecimiento. *Finanzas & Desarrollo*, 32-35.

Serkan Arslanalp, F. B. (2011). Inversion y Crecimiento . *Finanzas & Desarrollo*

Stella Guillén, D. P. (2016). El Bicicleteo de la Deuda Pública. *Plus Actividad y Resultados 126*, 48-50.

ANEXOS

ⁱ Técnicamente, se define al *Emerging Markets Bond Index*, más conocido por sus siglas (EMBI) como el índice que difunde segundo a segundo el Banco JP Morgan-Chase, que se denomina "EMBI" más el agregado del país en cuestión, básicamente es el índice por el cual cotizan los mercados emergentes, es el indicador más utilizado para medir la prima de riesgo de los países en vía de desarrollo, el mismo mide el diferencial o Spread de tasas de títulos soberanos de un grupo de países emergentes frente a las tasas de títulos del tesoro norteamericano con la misma madurez.

ⁱⁱ Entiéndase por crowding out el efecto negativo que genera el mayor gasto público en la inversión privada, debido a que la inversión pública requiere de financiamiento interno, este desplaza los préstamos hacia el sector público para financiar su déficit, ante la mayor demanda eleva las tasas de interés y la inversión privada disminuye.