MEMORANDUM DA Nº 96 /2020

A : **MARIA IRENE BARRETO DE GOMEZ, DIRECTORA**
DIRECCIÓN ADMINISTRATIVA

DEL : **DEPARTAMENTO ADMINISTRATIVO**
SUBSECRETARIA DE ESTADO DE ECONOMÍA

REF. : REMISION DE FACTURA DEL CONSULTOR JOSÉ TELLO

FECHA : 05 de Agosto de 2020

Señora Directora:

Tengo el agrado en dirigirme a Ud., con el objeto de remitir la solicitud de pago conforme al informe de actividades realizadas desde el 13 de junio de 2020 hasta el 12 de julio de 2020 por el Sr. Jose Carlos Tello Paredes con CI N° 7.701.221, en marco del Contrato M.H N° 32/2020 **"Contratación de servicio de asesoría, consultoría y capacitación para la SSEE del MH";** y orden de Servicio N° 1213/2020.

Por lo expuesto el Departamento Administrativo remite el presente documento a fin de proseguir los trámites correspondientes en cuanto al pago del mismo.

Respetuosamente.

Se adjunta:

- Memorándum DPMF N° 117
- Factura crédito N° 001-001-213
- Informe de actividades

MINISTERIO DE HACIENDA
Sub-Secretaría de Estado de Economía
Departamento Administrativo

MIGUEL SALVIONI, JEFE
DEPARTAMENTO ADMINISTRATIVO

AVELINA GRANGE, ENCARGADA
AREA DE GESTIÓN DEL PERSONAL Y APOYO

DPMF_CONSULTORIA_TELLO_JULIO_SSEE-DA/agf-M-C06

Ministerio de HACIENDA

GOBIERNO NACIONAL

Paraguay de la gente

MEMORÁNDUM DPMF Nº 117/2020

A : **SR. MIGUEL SALVIONI**, JEFE
DEPARTAMENTO ADMINISTRATIVO – SSEE

DE LA : **DIRECCIÓN DE POLITICA MACRO FISCAL**

REF. : Factura Nº 001-001-213 e Informe de Actividades del Consultor Dr. José Tello

FECHA : 4 de agosto de 2020

Tengo el agrado de dirigirme a Usted, con el objeto de remitir la factura crédito Nº 001-001-213 junto al informe de las actividades realizadas desde el 13 de junio de 2020 hasta el 12 de julio de 2020 por el Consultor José Carlos Tello Paredes, con C.I. Nº 7701221, en el marco del Contrato M.H. Nº 32/2020.

Al respecto, se adjunta un resumen de las principales actividades realizadas por el Sr. Tello, conforme a los términos de referencia, copia de la Orden de Servicio Nº 1213/2020, los formularios de Identificación del Personal (FIP) y de Informe de Servicios Personales (FIS) y el Certificado de Cumplimiento Tributario correspondiente. Asimismo, teniendo en cuenta que las actividades fueron realizadas satisfactoriamente, se solicita el pago de la asignación correspondiente al mes cumplido.

Respetuosamente,

MINISTERIO DE HACIENDA
REPUBLICA DEL PARAGUAY
PAZ Y JUSTICIA
Sub-Secretaría de Estado de Economía
Dirección de Política Macro-Fiscal

VIVIANA CASCO
Directora de Política Macro Fiscal

2

José Carlos Tello Paredes

Servicios de contabilidad, administración y asesoramiento de empresas excepto los prestados por profesionales independientes. - Enseñanza superior - - Actividades inmobiliarias realizadas con bienes propios o arrendados.

Dr. Justo P. Benitez c/ Santa Rita Nº 181
San Lorenzo - Paraguay

TIMBRADO Nº 13594913
Fecha Inicio Vigencia 22 / 08 / 2019
Fecha Fin Vigencia 31 / 08 / 2020
RUC.: 7701221-6

FACTURA

001-001 0000213

FECHA DE EMISIÓN : 4 de AGOSTO de 2020 | Condición de Venta: Contado [ ] Crédito [✓]

RUC o C.I.Nº : 80024627-6 Tel: 440010

Nombre o Razón Social: MINISTERIO DE HACIENDA

Dirección CHILE 252, ASUNCIÓN Nota de Remisión Nº

Cantidad	Clase de Mercadería y/o Servicios	Precio Unitario	VALOR DE VENTAS EXENTAS	5%	10%
1	SERVICIO DE ASESORÍA, CONSULTORÍA Y				
	CAPACITACIÓN PARA LA S.S.E.B.				
	CONTRATO MA Nº 32 / 2020				
	ORDEN DE SERVICIO 1213/2020				
	CONTRATACIÓN DIRECTA 06/2020				
	ID: 377.944				15.000.000
		Valor Parcial			15.000.000
		TOTALES			15.000.000

Total A PAGAR (en letras) guaraníes QUINCE MILLONES

Liquidación del IVA: (5%) — (10%) 1.363.636 TOTAL 1.363.636

copy de Vivian Rossana Rotela Almirón. RUC.: 3557647-2- Hab. Nº 2.079- Eligió Ayala c/ Mexico
Tel.. (0982) 278630 - Asunción 01 Tls. 25x3 - 201 al 225 - 08/2019.-

ORIGINAL: Cliente - **DUPLICADO:** Archivo Tributario
TRIPLICADO: Contabilidad (no valido como crédito fiscal)

Principales actividades realizadas por el consultor Dr. José Tello en el marco del Contrato M.H. Nº 32/2020

(13 de junio de 2020 – 12 de julio de 2020)

- **Estudio sobre el Crédito Doméstico y el Ciclo Económico.**

  Atendiendo la solicitud del Sr. Humberto Colmán, Viceministro de la Subsecretaria de Estado de Economía, el consultor José Tello diseñó y elaboró un informe sobre la evolución del crédito doméstico al sector privado en periodos de expansión y contracción económica para países emergentes como China e India, economías pequeñas y abiertas como Chile, Colombia, Panamá, Paraguay, Perú y Uruguay, y para los Estados Unidos. Se adjunta el documento presentado al señor viceministro.

- **Propuesta de Estimación de la Deuda Sostenible de Mediano Plazo del Sector Público.**

  A solicitud de la Sra. Viviana Casco, Directora de Política Macro-Fiscal, el consultor elaboró una propuesta de estimación sobre el nivel de deuda sostenible en el mediano plazo. La metodología consiste en definir un balance primario del sector público en un contexto de crisis o incertidumbre fiscal, en el cual los ingresos públicos se reducen y el gasto primario debe ser ajustado. Se adjunta la propuesta.

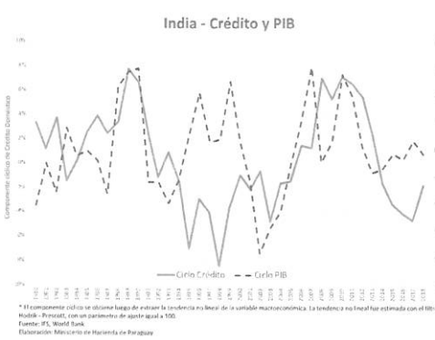
- **Presentación de informes sobre las actividades realizadas a la Directora de Estudios Económicos.**

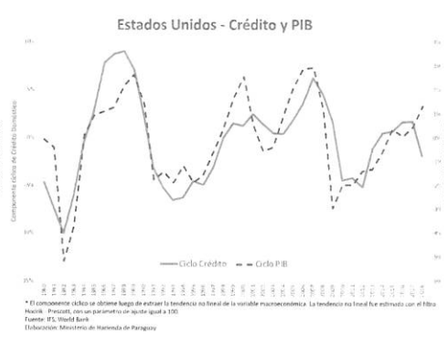
***

Sobre el Crédito Doméstico y el Ciclo Económico

José Tello

- La evolución del crédito destinado al sector privado está sujeto al contexto económico; en periodos de expansión, los proyectos de inversión tienen una mejor valoración de parte de las entidades financieras pues el riesgo de una baja rentabilidad junto con un retraso en los pagos es mínimo. Por consiguiente, se puede apreciar un incremento de la aprobación de créditos.
- Por el contrario, en periodos de recesión y de contracción económica hasta los proyectos con altas rentabilidades se vuelven inciertos y las entidades financieras tienden a restringir la aprobación de créditos y prefieren esperar tiempos mejores.
- Las entidades financieras son muy cautelosas en periodos de incertidumbre, y optan por cubrir sus necesidades de corto plazo (depósitos) con líneas de fondeo de su banca matriz o con líneas que son otorgadas por el Banco Central en etapas de baja liquidez.
- Sin embargo, este patrón pro-cíclico del crédito financiero suele ser alterado por otros factores. Por ejemplo, una política monetaria excesivamente expansiva y pro-cíclica junto con una limitada regulación y supervisión bancaria lleva a crisis financieras que a su vez genera fuertes caídas en la actividad económica al quebrarse la cadena de pagos. Dado este contexto, una excesiva expansión del crédito puede ser un indicio de una próxima contracción en la actividad económica.
- Otros determinantes de la evolución del crédito es la liberalización del mercado financiero, la apertura o cierre del flujo de capitales internacionales, el desarrollo tecnológico en el sector, la evolución de las tasas de interés internacionales, entre otros.
- Con el objetivo de mantener bajo control los determinantes propios de la evolución del crédito así como los determinantes inherentes de la actividad económica (PIB) se procede a estimar los componentes cíclicos del crédito otorgado a la actividad privada y del PIB.
- En el caso de la India y los Estados Unidos, la relación entre el componente cíclico del crédito y el PIB es positivo. Es decir, en periodos de expansión económica se percibe una expansión del crédito por encima de su tendencia de crecimiento. Sin embargo, en la década del noventa este patrón se revierte en la India.



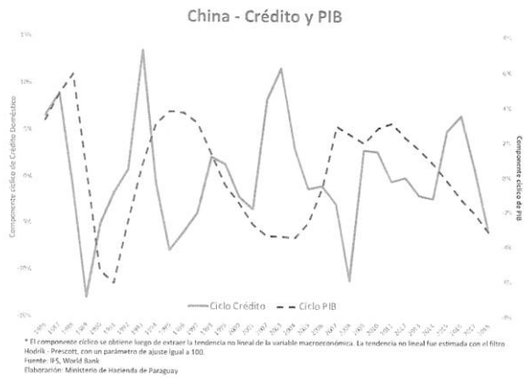


- En China también se observa el vínculo entre ciclo económico y crédito. Sin embargo, la carencia de una adecuada regulación en los noventas llevó a una excesiva acumulación de préstamos impagos lo que frenó la expansión del crédito.

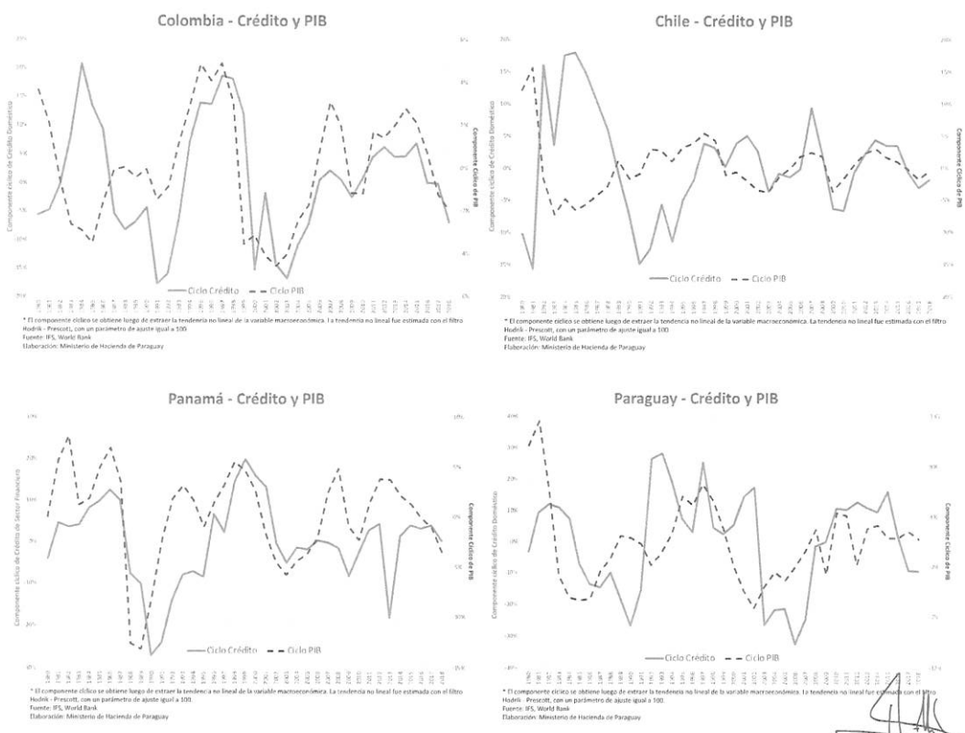
ES COPIA FIEL DEL ORIGINAL

Dr. José Tello
Consultor

- Dado el repunte excesivo de los préstamos en los primeros años del siglo XXI y el temor de nuevas reestructuraciones de entidades financieras, en el 2003 se crea la CBRC como única institución de regulación y supervisión financiera que permite mejorar la aprobación de nuevos créditos.

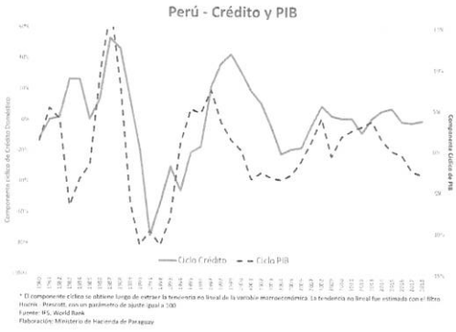


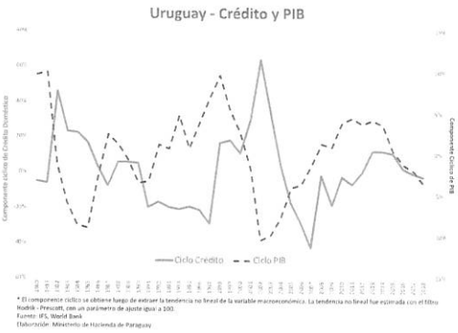
- Economías pequeñas y abiertas como Colombia, Chile, Panamá, Paraguay, Perú y Uruguay se puede observar que los últimos 20 años, la relación entre crédito y ciclo económico es positiva. Sin embargo, en algunas economías esa relación se revierte en la década de los ochentas y principios de los noventas.



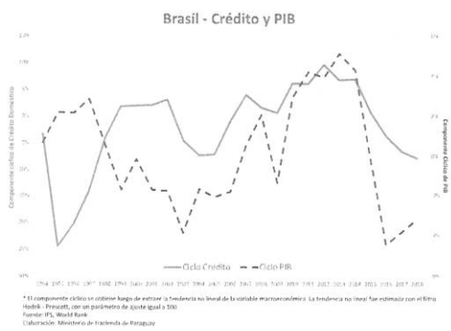
ES COPIA FIEL DEL ORIGINAL

Dr. José Tello
Consultor





- La falta de regulación y supervisión bancaria en el caso de Chile, la implementación de políticas monetarias heterodoxas (déficits fiscales financiados con emisión monetaria) en Colombia y Perú explican la relación negativa entre crédito y ciclo económico.
- La crisis económica de 2001 en Argentina provocó el retiro de fuertes cantidades de depósitos del sistema bancario uruguayo (altamente dependiente de los depósitos de ciudadanos argentinos) generando la crisis bancaria del 2002. Antes de la crisis, la alta liquidez del sistema indujo a un crecimiento desproporcionado de los créditos. Sin embargo, en los últimos diez años se reestablece el vínculo directo entre crédito y ciclo del PIB.
- Las grandes economías latinoamericanas, Brasil y México, también muestran ese estrecho vínculo entre crédito y actividad económica.



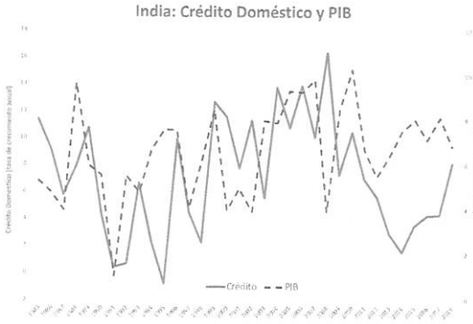
- A manera de resumen, la relación positiva entre crédito y PIB se puede encontrar en las diversas economías (emergentes y en desarrollo). Sin embargo, ese vínculo puede alterarse por medidas de política monetaria interna o externa.
- En el anexo de este informe se muestra la relación entre la tasa de crecimiento del crédito y el PIB para las mismas economías analizadas previamente. Dado que la tasa de crecimiento captura la tendencia inherente de cada variables macroeconómica en muchos casos no es posible cuantificar la relación entre crédito y PIB.

ES COPIA FIEL DEL ORIGINAL

Dr. José Tello
Consultor

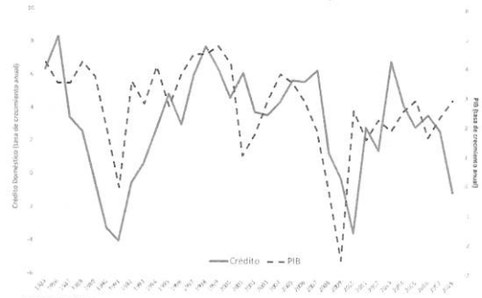
Anexo: Crédito Doméstico y PIB (en variaciones porcentuales anual)

India: Crédito Doméstico y PIB



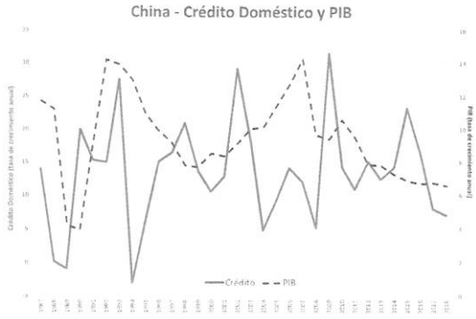
Fuente: IFS, World Bank
Elaboración: Ministerio de Hacienda de Paraguay

EE.UU. - Crédito Doméstico y PIB



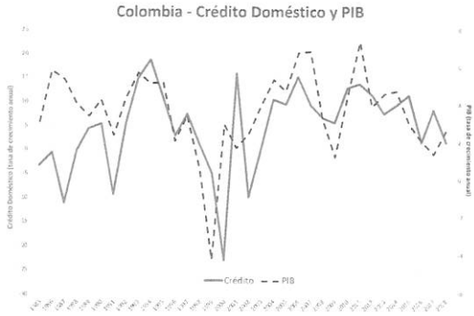
Fuente: IFS, World Bank
Elaboración: Ministerio de Hacienda de Paraguay

China - Crédito Doméstico y PIB



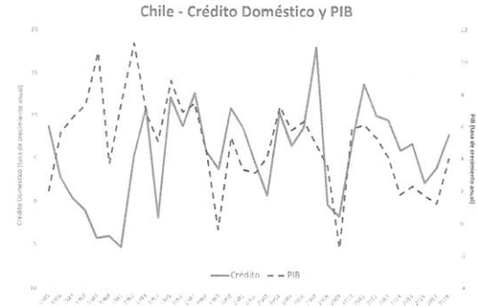
Fuente: IFS, World Bank
Elaboración: Ministerio de Hacienda de Paraguay

Colombia - Crédito Doméstico y PIB



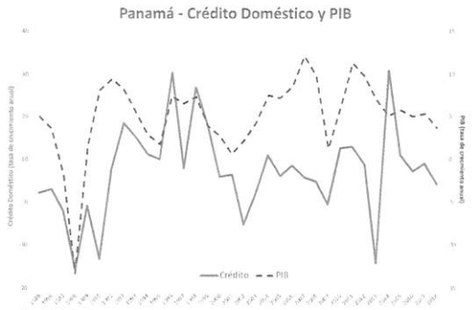
Fuente: IFS, World Bank
Elaboración: Ministerio de Hacienda de Paraguay

Chile - Crédito Doméstico y PIB



Fuente: IFS, World Bank
Elaboración: Ministerio de Hacienda de Paraguay

Panamá - Crédito Doméstico y PIB

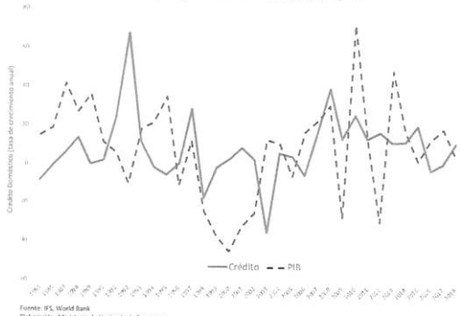


Fuente: IFS, World Bank
Elaboración: Ministerio de Hacienda de Paraguay

ES COPIA FIEL DEL ORIGINAL

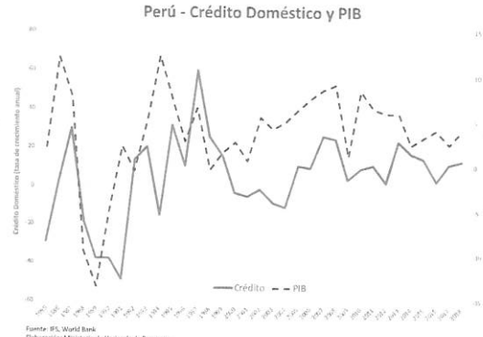
Dr. José Tello
Consultor

Paraguay - Crédito Doméstico y PIB



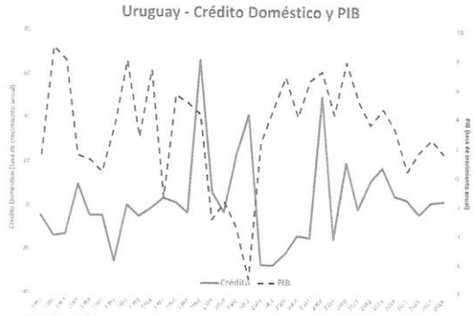
Fuente: IFS, World Bank
Elaboración: Ministerio de Hacienda de Paraguay

Perú - Crédito Doméstico y PIB



Fuente: IFS, World Bank
Elaboración: Ministerio de Hacienda de Paraguay

Uruguay - Crédito Doméstico y PIB

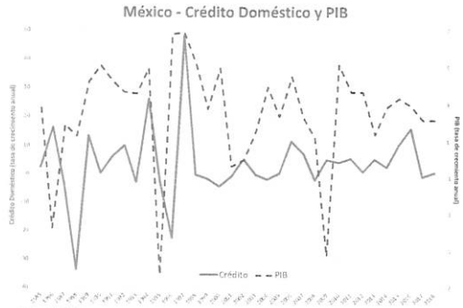


Fuente: IFS, World Bank
Elaboración: Ministerio de Hacienda de Paraguay

Brasil - Crédito Doméstico y PIB

Fuente: IFS, World Bank
Elaboración: Ministerio de Hacienda de Paraguay

México - Crédito Doméstico y PIB



Fuente: IFS, World Bank
Elaboración: Ministerio de Hacienda de Paraguay

***

ES COPIA FIEL DEL ORIGINAL

Dr. José Tello
Consultor

Propuesta de Estimación de la Deuda Sostenible de Mediano Plazo del Sector Público

José Tello

1. Marco Conceptual

La evolución de la deuda pública está subordinada a dos factores, los gastos e ingresos fiscales actuales cuya responsabilidad recae en la gestión vigente, y el otro factor es la herencia de las administraciones gubernamentales anteriores que se manifiesta en el saldo de la deuda precedente junto con los compromisos de pago de intereses. El análisis económico de la sostenibilidad de la deuda discrimina ambos factores e identifica los gastos por intereses de la deuda con el fin de darle un rol relevante. En este contexto, el saldo de deuda en el año t, definida como D_t, es representada por la siguiente ecuación recursiva

$$D_t = (1 + r_t)D_{t-1} - BP_t \,,$$

donde r_t es la tasa de interés efectiva de la deuda en el año t, BP_t es el balance primario en el año t. El balance primario se define como la diferencia entre los ingresos y gastos fiscales sin considerar el pago de intereses. Finalmente, el término $r_t D_{t-1}$ representa el pago de intereses que depende de factores no controlados por la actual administración.[1]

La anterior ecuación de evolución de la deuda puede re expresarse en porcentaje del PIB con la finalidad de analizar el saldo de deuda en términos relativos al tamaño de la economía

$$d_t = \frac{1+r_t}{1+\gamma_t} d_{t-1} - bp_t \,,$$

donde γ_t es la tasa de crecimiento del PIB, d_t es el saldo de la deuda como porcentaje del PIB y bp_t es el balance primario como porcentaje del PIB. De esta expresión debemos destacar que un balance primario positivo ($bp_t > 0$) atenúa el impacto negativo sobre la deuda que podría ser ocasionada por el aumento de la tasa de interés o por la desaceleración o caída en el crecimiento económico.

Sin embargo, exigir un balance primario positivo en cada año puede ser contraproducente. Por un lado, una economía en desarrollo —con bajo ahorro doméstico y con una limitada infraestructura pública— no puede mantener sus actuales niveles de inversión pública y seguir postergando su desarrollo. De ahí que sea necesario incrementar los niveles de inversión pública tomando capitales en el mercado internacional, más aún en periodos de bajos intereses. Por otro lado, una economía como la paraguaya que está sujeta a choques climáticos y externos (como financieros y cambiarios) se caracteriza por una reducción temporal de sus ingresos fiscales; en esos periodos de incertidumbre, las administraciones públicas tienden a reducir sus gastos en inversión pues son mucho más flexibles que los gastos en salarios y en bienes y servicios.[2] Con la finalidad de no reducir la inversión pública y no afectar la senda del desarrollo, las autoridades fiscales optan por emitir deuda en los mercados locales y externos.

1 En la literatura económica se le conoce como una variable predeterminada. Por lo tanto, el gasto en intereses no depende de la gestión en el año fiscal vigente. Si restamos el pago de intereses al balance primario obtenemos el resultado fiscal.

2 La reducción del gasto público en fases de crecimiento bajo o negativo se le denomina políticas fiscales contractivas pues tienden a fortalecer y no atenuar el ciclo contractivo que sufre la economía.

ES COPIA FIEL DEL ORIGINAL
Dr. José Tello
Consultor

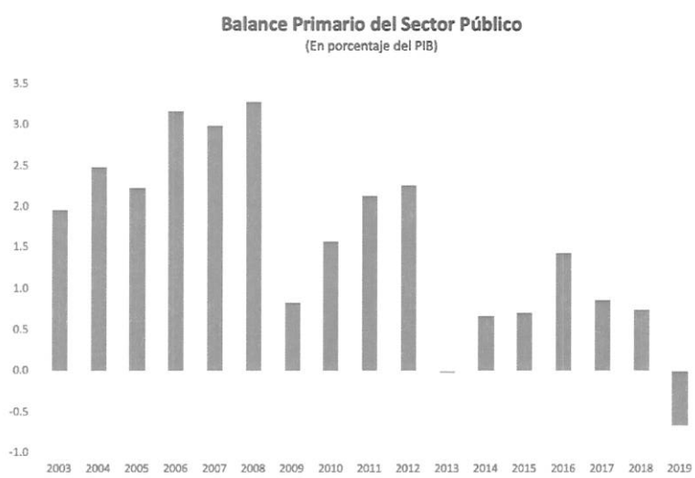
Obviamente el financiamiento con deuda de la infraestructura pública no puede ser ilimitado. La evaluación sobre el cumplimiento del servicio de deuda debe ser frecuente, para esto la evolución de las tasas de interés y de los ingresos fiscales deben ser revisados regularmente. Recordemos que América Latina soportó una fuerte crisis de la deuda a inicios de la década del ochenta, y en el caso particular de Argentina, el peligro de la cesación de pagos de la deuda es un asunto que se repite cada vez con mayor frecuencia. Los costos del cese de pago de la deuda pública suelen ser contraproducentes: salida y no retorno en el mediano plazo a los mercados de capitales, impacto negativo en el comercio internacional, deterioro y crisis del sistema bancario doméstico y una crisis política.[3]

Como se mencionó, la deuda pública expresada como porcentaje del PIB depende en el corto plazo del balance primario efectivo y del servicio de deuda. Sin embargo, en el largo plazo, la dinámica de la deuda pública converge a la siguiente expresión

$$d^{LP} \equiv \frac{bp}{r-\gamma},$$

donde d^{LP} es la deuda pública de largo plazo consiste con una tasa de interés real r, un crecimiento de largo plazo de la economía igual a γ y un balance primario promedio igual a bp. Sin embargo, Mendoza y Oviedo (2009) proponen redefinir el balance primario de largo plazo en un balance primario ajustado. Esta redefinición toma en cuenta la reducción más probable de los ingresos fiscales producto de una crisis económica junto una reducción creíble del gasto primario. Por consiguiente, el nivel de deuda pública cuyos intereses pueden ser cubiertos en este periodo de crisis fiscal es denominado Límite Natural de la Deuda (LND).

Figura 1



Fuente: Ministerio de Hacienda

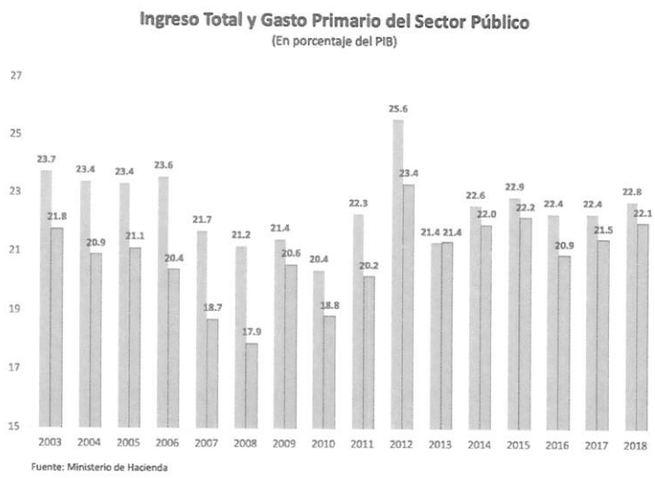
[3] Borensztein, E., & Panizza, U. (2009). The costs of sovereign default. *IMF Staff Papers, 56*(4), 683-741.

ES COPIA FIEL DEL ORIGINAL

Dr. José Tello
Consultor

Una limitación de calcular el LND en el presente análisis reside en la definición del periodo de análisis para estimar el ajuste máximo del balance primario. En la figura 1, la evolución del balance primario presenta dos periodos contrapuestos. Por un lado, entre los años 2003 y 2012, el balance primario como porcentaje del PIB fue positivo y superior a uno (salvo en el 2009), por otro lado, en el periodo 2013-2019, el balance primario como porcentaje del PIB se ubicó por debajo de uno (salvo en el 2014). Una posible explicación para este resultado es que a partir del 2013 Paraguay tuvo acceso al mercado de capital externo. Otra explicación compatible con la anterior es que los niveles de gasto público primario aumentaron significativamente desde el año 2012 y con ello el deterioro del balance primario. En la figura 2 se puede observar el importante incremento del gasto primario en el 2012 que pasó de 20,2 a 23,4 del PIB. Posterior a ese año, el gasto primario no volvió a estar por debajo del 20 por ciento del PIB como si sucedió en el periodo 2003-2011.

Figura 2



Por lo tanto, la estimación del balance primario ajustado en un contexto de acceso al mercado internacional y de un cambio estructural en los niveles de gasto primario debería estar acotado al periodo 2012-2019.

2. Estimación de la Deuda Sostenible

Para la estimación de LND será necesario estimar la tasa de crecimiento de mediano plazo de la economía paraguaya "γ" y la tasa de interés real de la deuda "r". En el caso del crecimiento de mediano plazo, ésta será definida como la tasa de crecimiento promedio del PIB de tendencia en el periodo de análisis determinado anteriormente, es decir, el periodo 2012-2019. El PIB de tendencia fue estimado utilizando el filtro Hodrick-Prescott en la variable Producto Interno Bruto en el periodo 1950 – 2020 con la finalidad de no tener una muestra reducida y sesgada.[4] El PIB en logaritmos junto con su tendencia estimada se pueden observar en la

[4] La variable PIB fue transformada en logaritmos y el parámetro de suavizamiento utilizado en el filtro Hodrick-Prescott fue de 6.25 de acuerdo a las recomendaciones de Ravn y Uhlig (2002). On adjusting the Hodrick-Prescott filter for the frequency of observations. *Review of economics and statistics*, 84(2), 371-376. El valor para el año 2020 corresponde a la estimación realizada por el Banco Central de Paraguay.

Tabla 1

Tasa de Interés Real de Mediano Plazo
En puntos porcentuales

Concepto	Proyección
A. Tasa de Política Monetaria EEUU (TPM)*	2.5
B. Spread Bono Tesoro EEUU - TPM**	1.2
C. Spread Bono Paraguay - Tesoro EEUU***	3.2
D. Tasa de Interés Bono Paraguay (A + B + C)	6.8
E. Tasa de Inflación EEUU*	2.0
F. Tasa de Interés Real Bono Paraguay (D - E)	**4.8**

* Proyecciones tomado del Reporte de Política Monetaria de Federal Reserve System de Junio 2020.
** Valor promedio entre 2015-2019 de los bonos con plazos a 10 años. *** Promedio de spreads de las cuatro emisiones de bonos soberanos a 10 y 11 años: 2013, 2016, 2017 y 2020.
Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve Bank of St. Louis y Ministerio de Hacienda.
Elaboración: Ministerio de Hacienda

En el periodo de análisis el ingreso promedio del sector público como porcentaje del PIB fue de 22,9 con una desviación estándar igual a 1,24; mientras que el gasto público no primario promedio se ubicó en 22,2 con una desviación estándar igual a 1,06. Dado estos resultados se destaca que el gasto público no primario fue menos flexible que el ingreso público, esta rigidez del gasto es una debilidad para la sustentabilidad de las finanzas públicas. Si el ingreso público mínimo "t^{min}" se define como el valor promedio menos una desviación estándar, éste tomaría un valor igual a 21,7% (22,9% menos 1,24%), es decir, en un periodo de recesión o de contracción económica se espera que los ingresos se reduzcan y alcancen el 21,7% del PIB. En el caso que el ingreso público mínimo se defina como el promedio menos 1,65 veces la desviación estándar —definición acorde a que la probabilidad de que el ingreso sea mayor al mínimo es 0,95— el "t^{min}" tomaría un valor igual a 20,9% del PIB (en el periodo evaluado el valor mínimo observado fue de 21,4%).[6]

De manera similar, definimos el gasto público mínimo "g^{min}" como el gasto promedio menos una desviación estándar, el valor resultante sería igual a 21,1% (22,2% menos 1,06%), es decir, ante un periodo de crisis fiscal el gobierno podría ajustar su gasto público hasta llegar al 21,1% del PIB. En el caso que el gasto primario mínimo se defina como el promedio menos 1,65 veces la desviación estándar, el "g^{min}" tomaría un valor igual a 20,4% del PIB (en el periodo evaluado el valor mínimo del gasto primario fue de 20,9%).

Con los valores estimados, el balance primario ajustado, es decir, aquel balance primario que el gobierno podría lograr en caso de una crisis, sería igual a 0,57% del PIB con una probabilidad de 84,1% (escenario de ajuste I), e igual a 0,45% del PIB con una probabilidad de 95% (escenario de ajuste II). Tomando en cuenta que la tasa de interés de la deuda estimada es de 4,8% y la tasa de crecimiento de tendencia es 1,2% entonces el nivel de deuda pública compatible sería de 45,6% del PIB en el primer escenario y de 36,4% del PIB en el segundo escenario (ver Tabla 2).

[6] El uso de la desviación estándar como medida de incertidumbre es común en diversas áreas de investigación. En el presente estudio, definir el valor mínimo como la media muestral menos una desviación estándar es equivalente a declarar lo siguiente: la probabilidad que el valor de la variable analizada sea mayor que el valor mínimo anteriormente definido es igual a 0,841 (asumiendo que la variable se distribuye como una distribución normal). En el caso que se defina que el valor mínimo es la media muestral menos 1,65 veces la desviación estándar entonces la probabilidad que el valor de la variable sea mayor que el valor mínimo es igual a 0,95.

Tabla 2

Límite Natural de la Deuda Sostenible de Mediano Plazo

En porcentaje del PIB

	Promedio (2012-2019) (1)	Desviación Estándar (2)	Escenario de Ajuste I *	Escenario de Ajuste II **
Ingreso Total	22.9	1.24	21.7	20.9
Gasto Primario	22.2	1.06	21.1	20.5
Balance Primario Ajustado			**0.57**	**0.45**
LND de Mediano Plazo			**45.6**	**36.5**

*En el escenario de ajuste I los valores mínimos de ingresos y gasto primario están definido por el valor promedio menos una desviación estándar. Este escenario es consistente con la probabilidad que la variable sea mayor al valor mínimo es de 84,1%.

**En el escenario de ajuste II los valores mínimos están definidos por el valor promedio menos 1,65 veces la desviación estándar. Este escenario es consistente con la probabilidad que la variable sea mayor al valor mínimo es de 95%.

Fuente y Elaboración: Ministerio de Hacienda

3. Conclusiones

En el escenario de ajuste máximo del gasto público primario (escenario II), la deuda sostenible alcanzaría el 36,5% del PIB. Mientras que en un escenario de ajuste intermedio (escenario I), la deuda sostenible sería del 45,6% del PIB. Estos resultado están condicionados a una tasa de interés real de la deuda de 4,8% y un crecimiento del PIB paraguayo en torno a 3,6%, es decir, incrementos importantes en la tasa de interés y/o un crecimiento sostenidamente por debajo del 3,6% reducirían las estimaciones de la deuda pública sostenible.

***

Dr. José Tello
Consultor

ES COPIA FIEL DEL ORIGINAL