

**Determinantes de la Inversión de las Empresas
que Recurren a la Bolsa de Valores en
Paraguay**

Simón S. Zalimben del Canto

Universidad Católica Nuestra Señora de la Asunción
Facultad de Ciencias Contables Administrativas y Económicas

Agosto 2.006
Asunción - Paraguay

Índice

Índice	Pág. i
Lista de Gráficos	Pág. iii
Lista de Tablas	Pág. iv
Capítulo 1 – Introducción	Pág. 1
Capítulo 2 – Evolución de los Niveles de Inversión en el Paraguay	Pág. 2
2.1 Evolución de la Inversión Real en el Paraguay.....	Pág. 2
2.2 Correlación de la Inversión con Variables Económicas.....	Pág. 3
2.2.1 Inversión Fija Bruta Nominal versus Tasa de Ahorro/PIB Nominal.....	Pág. 3
2.2.2 Inversión Bruta Fija Real versus Índices Bursátiles Paraguayos.....	Pág. 4
Capítulo 3 – Características del Mercado Bursátil Local	Pág. 6
Capítulo 4 – ¿Competitividad en Paraguay?	Pág. 8
4.1 Indicadores de Competitividad.....	Pág. 8
4.1.1. Modelo de Riesgo País – The Economist.....	Pág. 8
4.1.2. Índice de Competitividad del Foro Económico Mundial (WEF).....	Pág. 11
4.1.3 Indicadores del Banco Mundial (Doing Business).....	Pág. 13
4.1.3.1 Aspectos relevantes de los países considerados.....	Pág. 14
4.2 Calificación Internacional de Deuda Soberana.....	Pág. 15
Capítulo 5 – ¿Qué nos Sugiere la Teoría?	Pág. 17
Capítulo 6 – Objetivos y Alcance	Pág. 20
6.1 Objetivos y Alcance.....	Pág. 20
6.2 Metodología Empleada.....	Pág. 21
6.3 Estructura de la Encuesta.....	Pág. 21
6.3 Perfil de los Encuestados.....	Pág. 21
6.5 Justificación de las Empresas Seleccionadas.....	Pág. 22
6.6 Resultados de la Encuesta.....	Pág. 22
Capítulo 7 – Características de las Empresas Encuestadas	Pág. 23
7.1 Características de las empresas encuestadas.....	Pág. 23
Capítulo 8 – Composición, Destino y Objetivo de las Inversiones	Pág. 25
8.1 Composición de las Inversiones Realizadas.....	Pág. 25
8.2 Destino de las Inversiones Realizadas.....	Pág. 25
8.3 Objetivo de las Inversiones Realizadas.....	Pág. 26
Capítulo 9 – Clima de Negocios y Competitividad	Pág. 27
9.1 Crecimiento Potencial.....	Pág. 27
9.2 Condiciones Necesarias para Invertir.....	Pág. 27
9.3 Limitantes de la Inversión y Competitividad.....	Pág. 28
Capítulo 10 – Estructura Organizacional, Grado de Informatización	Pág. 30
10.1 Estructura Organizacional.....	Pág. 30
10.2 Grado de Informatización.....	Pág. 31

Capítulo 11 – Percepción de Variables Económicas, Oportunidades de Negocios e Integración.....	Pág. 32
11.1 Percepción de Condiciones Económicas y de Inversión.....	Pág. 32
11.2 Oportunidades de Negocios en los próximos años.....	Pág. 32
11.3 ¿Integración?.....	Pág. 33
Capítulo 12 – Conclusiones Generales.....	Pág. 34
Referencias.....	Pág. 36
Anexo I.....	Pág. 40
I.1 Metodología empleada por EIU.....	Pág. 40
I.2 Principales Áreas Evaluadas.....	Pág. 40
Anexo II.....	Pág. 45
II.1 Indicadores Críticos de acuerdo a Doing Business (Banco Mundial).....	Pág. 45
Anexo III.....	Pág. 46
III.1 Metodología de Evaluación de las principales calificadoras de riesgo....	Pág. 46
III.1.1 Metodología Moody.....	Pág. 46
III.1.2 Metodología S&P.....	Pág. 47
III.1.3 Metodología Fitch.....	Pág. 48
Anexo IV.....	Pág. 49
IV.1 Cuadros Comparativos de Evolución de Calificación de Deuda Soberana (calificadoras S&P y Fitch).....	Pág. 49
Anexo V.....	Pág. 51

Lista de Gráficos

Gráfico 2.1	Inversión Fija Bruta Gs. constantes de 1994.....	Pág. 2
Gráfico 2.2	Inversión Fija Bruta U\$D. constantes de 1996.....	Pág. 2
Gráfico 2.3	Inversión Fija Bruta vs. Tasa de Ahorro/PIB Nominal.....	Pág. 3
Gráfico 2.4	Inversión Fija Bruta vs. Tasa de Interés Efectiva Gs.....	Pág. 4
Gráfico 2.5	Inversión Fija Bruta vs. Tasa de Interés Efectiva U\$D.....	Pág. 4
Gráfico 2.6	Inversión Fija Bruta a Gs. ctes. vs. PDV 20 Gs.....	Pág. 4
Gráfico 2.7	Inversión Fija Bruta a Gs. ctes. vs. PDV Gral. Gs.....	Pág. 4
Gráfico 2.8	Variación Inversión Fija Bruta Real vs. PDV 20 U\$D.....	Pág. 5
Gráfico 2.9	Variación Inversión Fija Bruta Real vs. PDV Gral U\$D.....	Pág. 5
Gráfico 3.1	Total de Operaciones año 2005.....	Pág. 6
Gráfico 3.2	Tasa de Interés en Moneda Local y Moneda Extranjera.....	Pág. 7
Gráfico 3.3	Empresas Registradas en la CNV por Sector Económico.....	Pág. 7
Gráfico 7.1	Origen del Capital.....	Pág. 23
Gráfico 7.2	Disponibilidad de la Mano de Obra.....	Pág. 24
Gráfico 8.1	Tipo de Inversiones Realizadas.....	Pág. 25
Gráfico 8.2	Estrategia de Inversión para el año siguiente.....	Pág. 25
Gráfico 8.3	¿Qué buscaban las inversiones de este año?.....	Pág. 26
Gráfico 8.4	¿La Estrategia de Inversión fue para atender...?.....	Pág. 26
Gráfico 9.1	4 Condiciones Generales Necesarias para Invertir.....	Pág. 28
Gráfico 9.2	Tipo de Asesoría que Necesita su Empresa.....	Pág. 28
Gráfico 10.1	Estructura del Directorio y Gerencia.....	Pág. 30
Gráfico 10.2	Formación Académica Niveles Superiores.....	Pág. 30
Gráfico 11.1	Situación Económica Hoy y Mañana.....	Pág. 32
Gráfico 11.2	Condiciones Para Invertir.....	Pág. 32
Gráfico 11.3	El MERCOSUR es.....	Pág. 33

Lista de Tablas

Tabla 4.1.1.1	Resumen de Riesgo País – Paraguay Mayo 2006.....	Pág. 9
Tabla 4.1.1.2	Evolución de los Indicadores Riesgo País Paraguay.....	Pág. 10
Tabla 4.1.2.1	Evolución Ranking de Competitividad WEF 2004 – 2005.....	Pág. 12
Tabla 4.1.2.2	Matriz de Comparación Países del MERCOSUR Indicador Doing Business.....	Pág. 14
Tabla 4.2.1.1	Calificación Deuda Soverana Moody's.....	Pág. 15
Tabla 4.2.1.2	Calificación Deuda Soverana S&P.....	Pág. 16
Tabla 4.2.1.3	Calificación Deuda Soverana Fitch.....	Pág. 16
Tabla 5.1	Resumen de las teorías analizadas en el capítulo.....	Pág. 19
Tabla 6.1	Sectores que respondieron a la encuesta / transado Gs.....	Pág. 22
Tabla 6.2	Sectores que respondieron a la encuesta / transado U\$D.....	Pág. 22
Tabla I.1	Calificaciones Ajustadas de acuerdo a la nueva metodología.....	Pág. 40
Tabla I.2	Puntaje de Riesgo Político.....	Pág. 41
Tabla I.3	Puntaje Política Económica.....	Pág. 42
Tabla I.4	Puntaje Estructura Económica.....	Pág. 43
Tabla I.5	Puntaje Liquidez.....	Pág. 44
Tabla II.1	Indicadores Críticos de acuerdo a Doing Business (Banco Mundial).....	Pág. 45
Tabla IV.1	Evolución de Calificación de Deuda Soberana (calificadoras S&P y Fitch).....	Pág. 49

Capítulo 1 Introducción

El objetivo de la presente investigación es analizar las características y las motivaciones de los inversionistas privados, que operan en el mercado de capitales del Paraguay, a los efectos de identificar los determinantes de la inversión de dicho grupo empresarial, y el destino del capital captado a través de la bolsa.

Por otro lado, se pretende revelar las oportunidades y condicionantes específicos que ciertas empresas consideradas "exitosas en su sector" perciben y por lo cual utilizan el mercado de capitales a fin de maximizar sus utilidades, ya que se asume que elevados niveles de inversión a nivel agregado generaran un incremento del producto y por consiguiente el desarrollo del país.

La investigación fue realizada a través de encuestas y entrevistas a 36 empresarios de seis sectores económicos (agrícola, comercial, financiero, industrial, industrial-comercial y servicios). La investigación fue realizada entre los meses de Abril y Julio de 2.006.

Las empresas tomadas para la muestra son aquellas que operan en la bolsa de valores local, y que realizaron transacciones financieras durante los dos últimos años, este criterio fue utilizado a fin de acotar el trabajo y dada la dificultad práctica que conlleva realizar las encuestas.

La investigación fue estructurada a fin de identificar los siguientes puntos:

- i. Clasificación de la empresa a ser encuestadas.
- ii. Tipo de inversiones realizadas.
- iii. Determinantes de la inversión en el sector que opera.
- iv. Percepción y expectativa de las variables económicas y de gestión de gobierno.
- v. Identificación de sectores con potencial de crecimiento en el país.

Limitaciones del estudio

Tal como se mencionó anteriormente sólo forman parte del estudio aquellas empresas que efectivamente realizaron operaciones en la Bolsa de Valores Paraguaya en los últimos dos años. Se tomó este criterio debido a que las empresas que operan en este mercado se caracterizan por la transparencia contable y financiera, y la voluntad de difundir sus actividades, ambos aspectos sirvieron para superar la dificultad práctica que significa una investigación de este tipo. Adicionalmente, la teoría económica reesfuerza el hecho que por lo general las empresas que cotizan en bolsa son aquellas que son líderes en su sector¹.

El presente estudio tampoco pretende sugerir políticas públicas, pero si busca señalar los *negocios u oportunidades* que existen en el país e identificar *por qué* ciertos agentes invierten en *actividades específicas* dadas ciertas condiciones económicas y relacionadas al clima de negocios nacional y sectorial.

¹ Para el caso de esta investigación no es una excepción, ya que de las empresas consideradas 70% pertenece al ranking de mayores contribuyentes 2005 emitido por la S.S.E.T.

Capítulo 2

Evolución de los Niveles de Inversión en el Paraguay

A lo largo del capítulo se analizará la evolución de los niveles de inversión para la serie de los diez últimos años. Luego se procederá a verificar si dichos niveles de inversión presentan alguna correlación con variables como tasas de interés o niveles de ahorro agregado.

2.1 Evolución de la Inversión Real en el Paraguay

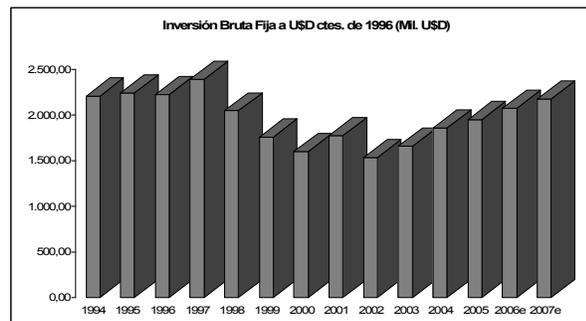
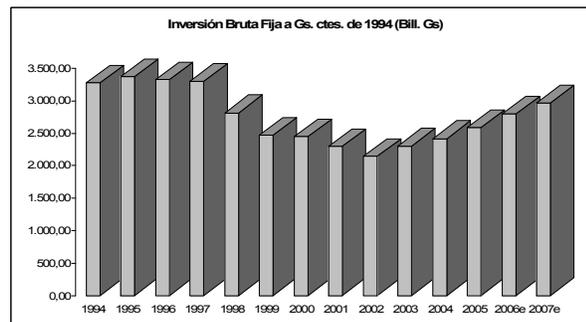
A fin de poder determinar los niveles de inversión de una economía dada debemos establecer una serie, la cual debe estar expresada en valores reales a fin de poder eliminar los efectos de la inflación que pueden hacer que las conclusiones y la evolución en sí no refleje lo que realmente sucedió en ese período.

Para el caso de Paraguay, en los gráficos 2.1 y 2.2, podemos verificar la evolución de los niveles de Inversión Bruta Fija tanto en guaraníes como en dólares constantes de 1994 y 1996 respectivamente.

En base a lo expuesto en los gráficos, podríamos segmentar en tres períodos. El primer período 1994:1995, en donde dentro de la serie estudiada se presentan los niveles más altos de inversión, aún considerando los valores actuales y esperados.

El segundo período 1996:2002, en donde existe una marcada tendencia negativa cuyo pico más bajo se registró en el año 2002. Se debe recordar que durante este período el país atravesó numerosas crisis tanto *políticas* (por ejemplo: levantamientos populares y cambio de gobierno, el cual no terminó el período constitucional), y *quiebras y liquidaciones de varios bancos* (si bien esto de cierta forma blanqueó el sistema bancario, tuvo un alto costo que se reflejó en los indicadores económicos de los años afectados), ambas situaciones contribuyeron a que los niveles de inversión se mantengan bajos, debido a la baja confianza e incertidumbre sobre el futuro de la economía paraguaya.

Por último, durante período 2003:2007 (obviamente, los valores correspondientes al 2006 y 2007 son valores pronosticados), el Paraguay presenta nuevamente una tendencia positiva y con niveles sostenidos de crecimiento en el nivel de inversión fija bruta. Este



Elaboración Propia – datos BCP – Gráfico 2.1
Elaboración Propia – datos EIU – Gráfico 2.2

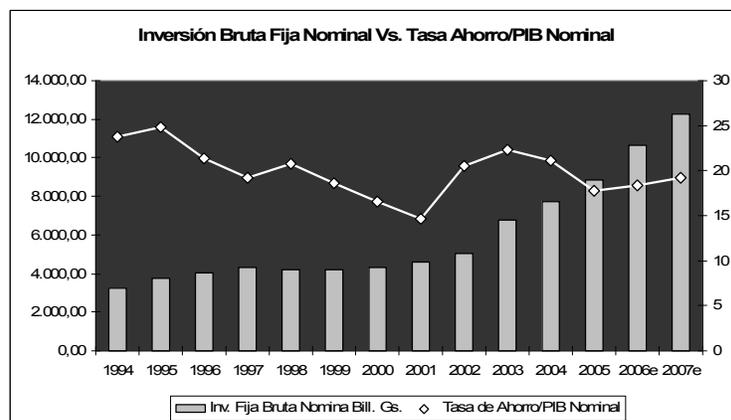
crecimiento se vio influenciado por una mayor estabilidad económica y política y de cierta manera también motivada por una mayor confianza en un nuevo gobierno.

Los sectores que en mayor medida contribuyeron al crecimiento de la inversión en el país son las telecomunicaciones (principalmente en el sector de telefonía móvil), y las empresas maquiladoras. Es importante destacar que el monto de exportaciones de productos elaborados bajo el régimen de maquila para el año 2005 aumentó 227,72% con relación al año anterior y que en los dos primeros meses del 2006, se realizaron exportaciones por 6,5 millones de dólares, monto alcanzado recién en los cinco primeros meses para el año 2005.²

2.2 Correlación de la Inversión con Variables Económicas

2.2.1 Inversión Fija Bruta Nominal versus Tasa de Ahorro/PIB Nominal

Como se puede apreciar en el gráfico 2.3, se establece la relación existente entre la Inversión Bruta Fija Nominal, y la Tasa de Ahorro Agregado Nacional con relación al PIB Nominal. Nótese que no existe correlación entre el comportamiento de estas variables por lo cual difícilmente se podría creer que mayores niveles de ahorro a nivel nacional, traigan consigo mayores niveles de inversión a nivel agregado.

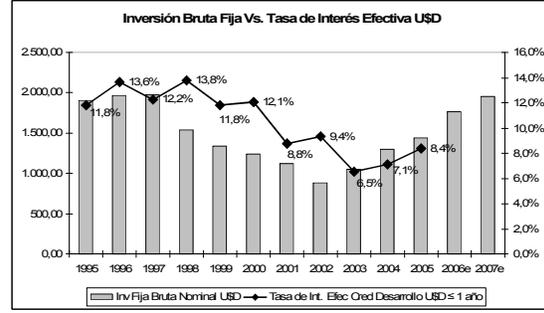
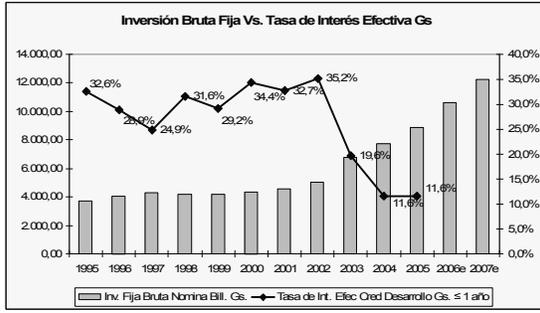


Elaboración Propia – Datos BCP y FMI – Gráfico 2.3

2.2.2 Inversión Bruta Fija Nominal versus Tasa de Ahorro/PIB Nominal

Por otra parte, si se analizan los niveles de Inversión Bruta Fija Nominal y las tasas de Interés Efectivas para Préstamos de Desarrollo menores o iguales a un año, tampoco se puede apreciar que exista correlación. Se hace la salvedad que por la falta de datos estadísticos no pudo realizar la comparación entre niveles reales, tanto de inversión como de tasas de interés lo cual nos daría una aproximación más precisa. No obstante, como puede identificar en los gráfico 2.4 y 2.5, no existe una relación inequívoca entre ambas variables. Con lo cual difícilmente se pueda concluir que la inversión bruta fija dependa de las oscilaciones de las tasas de interés para créditos de desarrollo (como podría esperarse).

² Datos correspondientes al informe Industria Nacional 2005-2006 del MIC.



Elaboración Propia – Datos BCP – Gráficos 2.4 y 2.5

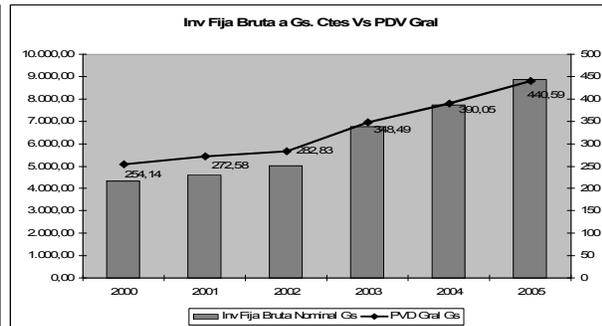
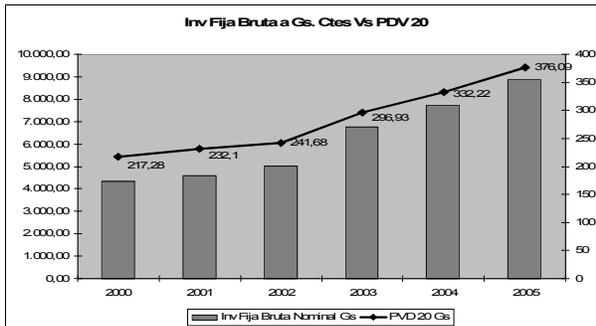
2.2.2 Inversión Bruta Fija Real versus Índices Bursátiles Paraguayos

En el Paraguay, la entidad encargada del cálculo de los dos índices bursátiles existentes es *Portafolio de Valores*. Dichos índices son:

- **Índice de Portafolio de Valores General (PDV Gral.):** este índice promedia el rendimiento de todas las acciones que se cotizan en BVPASA. La ponderación es igual para todas las empresas.
- **Índice de Portafolio de Valores 20 (PDV 20):** este índice promedia el rendimiento de las 20 empresas seleccionadas por su tamaño y por la importancia en el PIB del sector en el que se desenvuelven.

Como se puede apreciar en los gráficos 2.6 y 2.7 existe una alta correlación entre la Inversión Fija Bruta a Valores Constantes y los índices PVD 20 y PDV Gral. para las cotizaciones en moneda local.

Si se observa el comportamiento de la Inversión Fija Bruta Nominal y PDV 20 y PDV Gral. se puede apreciar que ambos siguen un mismo patrón.



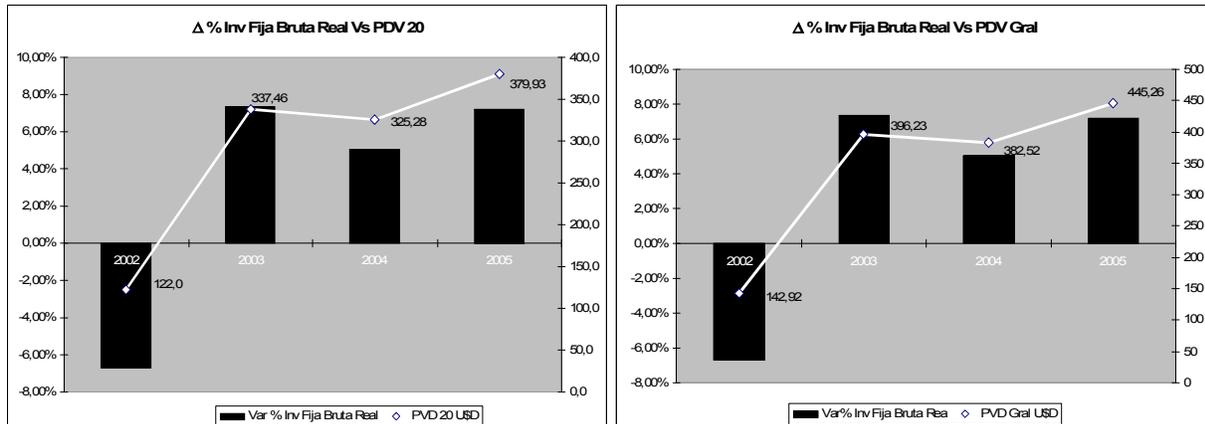
Elaboración Propia Datos BCP – CNV Gráficos 2.6 y 2.7

Esto nos puede dar la pauta del comportamiento de los niveles de inversión futuros, con sólo observar la tendencia de los indicadores bursátiles. Si mantenemos este supuesto y si dicha relación se mantiene fuera de la muestra, es una importante herramienta para los hacedores de políticas a fin de determinar el comportamiento de la inversión. Y para la inversionista a fin de optimizar sus portafolios y maximizar sus ganancias.

Además si se considera que PDV 20, toma en cuenta el tamaño de las empresas y su participación en el PIB sectorial, se puede fácilmente identificar los sectores líderes, dentro de toda la economía, lo que a su vez sirve de un indicador sumamente valioso para *inversores* (analizar que sectores son experimentan mayor crecimiento y

rentabilidad) y para *hacedores de políticas públicas* (canalizar apoyo a esos sectores a fin de dinamizar la economía).

Lo anteriormente expuesto, se ve reforzado por el hecho que la Variación Real de la Inversión Fija Bruta y los índice PDV 20 y PDV Gral. considerando las cotizaciones en dólares también siguen el mismo comportamiento (gráficos 2.8 y 2.9).



Elaboración Propia Datos BCP – CNV. Gráfico 2.8

Estas dos últimas relaciones resultan ser más precisas ya que analizan variables reales entre sí, lo que nos da una mayor precisión al momento de poder identificar la evolución de los niveles de inversión tal como se mencionó al principio de este capítulo. Al analizar variables reales eliminamos el efecto de los precios que puede alterar los flujos reales de inversiones realizados en un período dado.

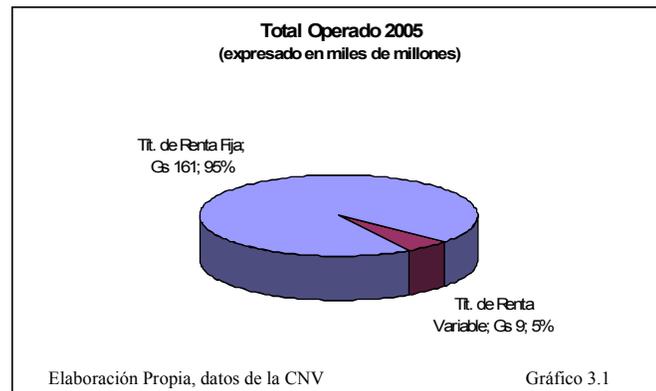
Capítulo 3

Características del Mercado Bursátil Local

El capítulo es más bien descriptivo y presenta la composición por el tipo de operaciones realizadas en el mercado Bursátil Paraguayo en el año 2005, también se las tasas en comparación con el mercado financiero tradicional, y los sectores en que están clasificadas las empresas que operan en este mercado.

3.1 Características del Mercado Bursátil Local

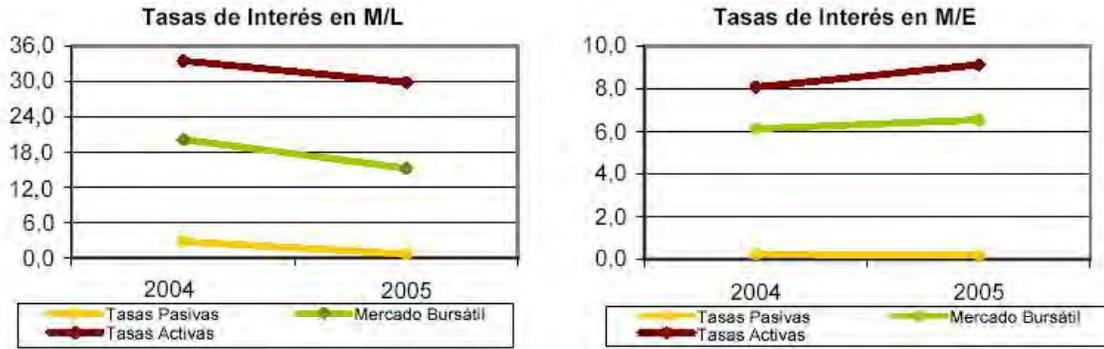
De acuerdo a la Memoria 2005 de la Comisión Nacional de Valores, se encuentran registradas 67 empresas de las cuales solamente 37 se encuentran activas. Otro aspecto importante de destacar es que la mayoría de las operaciones corresponden a emisión de títulos de renta fija, y no a títulos de capital, lo cual demuestra el escaso desarrollo del mercado financiero local, ver gráfico 3.1.



También se puede apreciar que la mayoría de las operaciones al cierre de Dic-2005, se realizaron a través del mercado primario, lo cual resta liquidez a los títulos. El total de operaciones realizadas en el mercado secundario alcanzó 10% del total, (monto excluyendo los dos últimos días del año en donde se concentraron las operaciones, incluyendo estos días se alcanzó un 43% del total operado). Otro aspecto importante de destacar es que el tiempo promedio de venta en el mercado secundario es de 6 días³.

Las tasas de interés promedio ponderadas al cierre del ejercicio 2005 para las operaciones fueron de 15,2% para emisiones en moneda local y 6,6% para emisiones en moneda extranjera. El plazo promedio ponderado de vencimiento, a la misma fecha, fue de 759 días, tanto para operaciones en moneda local como para operaciones en moneda extranjera.

³ Tiempo estimado por una de las casas de bolsa del Mercado Local.



Fuente: Memoria 2005 C.N.V.

Gráfico 3.2

Como se puede apreciar en el gráfico 3.2 existe un elevado valor de las tasas activas (tanto para M/E como para M/L aunque éstas últimas sufrieron una disminución), esto considerando las condiciones económicas generales; una probable explicación del nivel de las tasas de interés puede ser la alta liquidez del sistema, no obstante existe en el mercado una significativa preferencia de los agentes hacia las letras de regulación monetaria⁴. Otro aspecto importante de destacar es el bajo nivel de las tasas pasivas reales, ambas situaciones hacen que el mercado de valores pueda resultar atractivo, como una opción frente a las instituciones financieras tradicionales, con lo cual estas empresas adquieren *cierto arbitraje en las tasas de interés*.

Como se puede apreciar en el gráfico 3.3 la mayor participación en cuanto a empresas registradas y al volumen de transacciones corresponde al sector comercial. Se destaca que la mayoría de estas empresas recurren al mercado de capitales para financiar sus compras de mercaderías.

En base al análisis realizado hasta ahora, si asumimos que el financiamiento es *más barato*, las inversiones se vuelven más rentables, cumpliendo de ésta forma con uno de los objetivos de la bolsa.

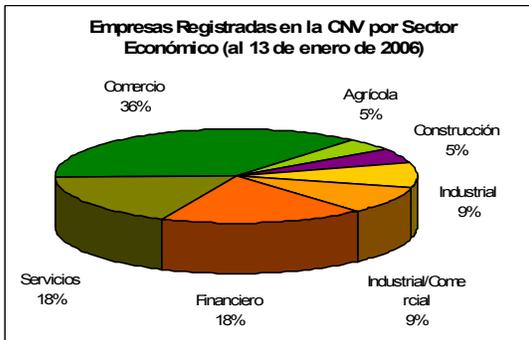


Gráfico 3.3

⁴ Este tipo de instrumentos presentan teóricamente cero riesgo. Un hecho llamativo en el Paraguay es la caída de las tasas de interés y las colocaciones en aumento a principios del 2005 (actualmente se están ajustado positivamente las tasas de interés lo cual generaría aún una mayor preferencia).

Capítulo 4

¿Competitividad en El Paraguay?

El objetivo del presente capítulo es identificar el nivel de competitividad del país bis a bis con relación a sus principales socios comerciales, y a los países miembros del MERCOSUR. Además, se pretende realizar un análisis de las fortalezas y debilidades de acuerdo a las principales evaluaciones internacionales.

Si bien la definición de competitividad puede ser muy amplia y variar de acuerdo al contexto, se considerará como una definición que más se ajusta al presente capítulo, la establecida por el Banco Interamericano de Desarrollo BID, "la calidad del ambiente económico e institucional para el desarrollo sostenible de las actividades productivas privadas y el aumento de la productividad" (Noviembre 2003).

Esta sección está subdividida en dos partes. En la primera se analizarán indicadores de competitividad de acuerdo a la Unidad de Inteligencia de The Economist, luego en base al Foro Económico Mundial y al finalmente al Banco Mundial.

La segunda parte examinará las clasificaciones de deuda soberana, utilizando la más reconocidas calificadoras internacionales.

4.1 Indicadores de Competitividad:

4.1.1. Modelo de Riesgo País – The Economist

La Unidad de Inteligencia de The Economist (EIU), a través de Servicio de Riesgo País, elabora mensualmente indicadores en un formato estándar que permite establecer una comparación entre 100 países emergentes y 20 países miembros de la OECD⁵.

El modelo de Riesgo de EIU cubre 77 indicadores divididos en 4 áreas y sus sub-divisiones principales que se detallan a continuación:

- | | |
|--|---|
| <p>1 Riesgo Político</p> <ul style="list-style-type: none">a. Estabilidad Políticab. Efectividad Política <p>2 Riesgo de la Política Económica</p> <ul style="list-style-type: none">a. Monetariab. Fiscalc. Tipo de Cambiod. Comercio | <ul style="list-style-type: none">e. Regulación <p>3 Riesgo de la Estructura Económica</p> <ul style="list-style-type: none">a. Globalb. Crecimientoc. Cuenta Corriented. Deudae. Estructura Financiera <p>4 Riesgo de Liquidez</p> |
|--|---|

La EIU utiliza una escala de 0 a 100 (los valores más altos indican un mayor nivel de riesgo). La escala a su vez está dividida en 10 bandas traslapadas: AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C y D⁶.

⁵OECD: Organización Económica para la Cooperación y Desarrollo, actualmente con 30 países miembros, su objetivo principal es un compromiso con la gobernabilidad democrática y la economía de mercado. Esto lo logra a través de la relación con otros 70 países, ONGs, y la sociedad civil.

De acuerdo a los principales indicadores de desempeño para el mes de mayo de 2006, el Paraguay se presentaría con una situación estable pero con un pobre desempeño (Tabla 4.1.1.1)⁷.

Resumen de Riesgo Paraguay - Mayo 2006		
	Puntaje	Calificación
Riesgo General		
Riesgo Político	77	D
Riesgo de la Política Económica	45	C
Riesgo de la Estructura Económica	54	C
Riesgo de Liquidez	58	C
Riesgo Específico		
Riesgo Monetario	39	B
Riesgo Soverano	54	C
Riesgo del Sector Bancario	55	C
Resumen		
Riesgo Global - Escala EIU	57	C

Fuente: EIU - Risk Country Report May-06

Tabla 4.1.1.1

Las áreas críticas estarían en el **sector político**, en el cual a pesar de presentar una mejoría con relación a los meses anteriores (Tabla 4.1.1.2) sigue siendo el que peor desempeño experimenta. En esta área se destaca que la *efectividad política* en cuanto a la transparencia e imparcialidad y al grado burocrático son unos de los indicadores que peor desempeño tuvieron. Así también con la misma importancia, el nivel de malestar social afecta a la *estabilidad política*.

La **política económica** a pesar de mantenerse estable, presenta una leve mejoría, impulsada por la firma del nuevo acuerdo de Stand-by con el FMI (a pesar de no conocerse aún los detalles del acuerdo), con lo se espera una mayor confianza por parte de los inversionistas. Con esto también se espera que los indicadores relacionados con variables fiscales mejoren.

Otros aspectos que contribuyen a la mejoría del indicador de política económica son los relacionados al tipo de cambio, en especial en cuanto al bajo nivel de tasas diferenciales y al mercado dual de tasa de cambio. (*Comentario personal*: Algunos indicadores que pueden ser discutibles y que presentan un buen nivel son los relacionados a la tasa de inflación, la orientación de la inflación y una mejoría en el escenario monetario general, en especial considerando que ya en el mes de abril, la tasa de inflación interanual superó a la inflación acumulada al cierre del período 2005).

No obstante, en aspectos que aún el país debe mejorar son los relacionados al ahorro e inversión como ser políticas públicas de promoción al ahorro, influencia en las tasas reales de préstamos, políticas de atracción de capital extranjero y calidad y puntualidad en cuanto a datos estadísticos.

⁶ Para una mayor comprensión acerca de la metodología el lector podrá remitirse al Anexo del presente documento.

⁷ La tabla completa con los 77 indicadores forma parte del Anexo.

En la **estructura económica**, a pesar de ser estable intrínsecamente, se puede apreciar que el déficit en cuenta corriente, el nivel de inversión en Activos Fijos/PIB, las tasas de interés de corto plazo, la calificación de deuda externa y la calificación general del sistema financiero, dan un panorama no muy alentador al país. Por otra parte, la alta dependencia de los productos de exportación y los crecientes precios internacionales de los combustibles (en el cual el país es importador neto), generan que las relaciones de intercambio sean más desfavorables.

Los riesgos relacionados con la **liquidez**, si bien también son estables, por un lado se presenta que los ratios relacionados a las reservas internacionales ayudan a una buena calificación de este indicador, pero por el otro lado, el porcentaje de flujo neto en el portfolio/requerimientos financieros, y la maduración de la deuda interna, contrarrestan esta mejoría.

El **riesgo monetario** es uno de los indicadores que mejor desempeño presenta a lo largo de todo el informe. Este desempeño está conectado, de acuerdo al informe con la estabilidad monetaria global y a un escenario positivo, y en menor medida por la capacidad de la autoridad monetaria para utilizar instrumentos indirectos y a su capacidad para mover los tipos de interés (*comentario personal*: aspectos esto últimos discutibles considerando que no existe una política definida y transparente por parte del BCP, en especial en cuanto a difusión de estadísticas y últimamente, los aspectos relativos al control de la inflación).

Por el lado del **riesgo soberano**, los pronósticos elaborados por EIU auguran una mejoría en los ratios de deuda, pero la confianza por parte de los inversionistas extranjeros pone en duda la mejoría económica.

Por último, en el **sector bancario**, los niveles decrecientes de dolarización del sistema bancario (motivado por la depreciación de la moneda estadounidense), y los esfuerzos por una mayor supervisión por parte de la autoridad monetaria (impulsado por el apoyo de organismos multilaterales) ayudarían a mejorar la vulnerabilidad del sistema bancario en general. (*Comentario personal*: si bien es cierto que existe un saneamiento, sea este forzado o no desde la última crisis financiera aún queda mucho camino por transitar en la economía paraguaya, especialmente en cuanto a la supervisión de la totalidad del sistema financiero, por ejemplo el caso de las cooperativas, por un lado y por otro lado en cuanto a las calificaciones de riesgo de las entidades financieras).

La tabla 4.1.1.2 muestra la evolución de los indicadores de Riesgo para Paraguay, de acuerdo a EIU, para los dos últimos meses reportados (de marzo y mayo de 2006). A pesar de existir una leve mejoría, esta no es suficiente para hacer frente a la pobre calificación general que experimenta el país (57/100). Especialmente si se considera que puede ser una "carta de presentación" ante eventuales inversionistas, y no se avizoran perspectivas de cambio en el corto y mediano plazo.

Meses	Calificación Global	Puntaje Global	Riesgo Político	Riesgo de la Política Económica	Riesgo de la Estructura Económica	Riesgo de Liquidez
Mar-06	C	60	E	C	C	C
May-06	C	57	D	C	C	C

Fuente: EIU - Risk Country Report May-06

Tabla 4.1.1.2

En el siguiente apartado se analizarán y compararán las condiciones de competitividad del país con relación a los países integrantes del MERCOSUR⁸.

4.1.2. Índice de Competitividad del Foro Económico Mundial (WEF)

De acuerdo al informe del WEF, la composición de Índice Global de competitividad está elaborada en base a 9 pilares y sus subdivisiones que son:

1. Instituciones

- a. *Instituciones Públicas*
 - i. Derechos de Propiedad
 - ii. Ética y Corrupción
 - iii. Tráfico de Influencias
 - iv. Ineficiencia Gubernamental
 - v. Seguridad
- b. *Instituciones Privadas*
 - i. Ética en los negocios
 - ii. Finanzas Corporativas

2. Infraestructura

3. Macroeconomía

4. Salud y educación primaria

- a. Salud
- b. Educación Primaria

5. Educación superior y entrenamiento

- a. Educación en número
- b. Calidad del sistema educativo
- c. Entrenamiento laboral

6. Eficiencia del Mercado

- a. *Mercado de Bienes*
 - i. Distorsión
 - ii. Competencia
 - iii. Tamaño
- b. *Mercado Laboral*
 - i. Flexibilidad
 - ii. Eficiencia
- c. *Sofisticación y Apertura del Mercado Financiero*

7. Brecha tecnológica

8. Sofisticación de Negocios

- a. Sistema de Redes y soporte a las industrias
- b. Sofisticación en la operaciones y estrategias de las firmas

9 Innovación

El índice de competitividad del WEF para el año 2005 incluye 117 países de los cuales 21 países pertenecientes a Latinoamérica y el Caribe. Como se puede apreciar en la tabla 4.1.2.1, se establece el grado de competitividad en base a los criterios mencionados anteriormente, en la segunda columna se indica el grado de competitividad considerando los países de América Latina y el Caribe, y para las subsiguientes columnas, el grado de competitividad de los años 2004 a 2006; en la última columna se establece la evolución de dicho índice a nivel internacional para los últimos 2 años. De los datos expuestos en la tabla se aprecia una importante brecha entre los tres primeros países y los restantes.

Un aspecto importante de destacar, es el grado de competitividad que presenta Chile, que sobrepasa ampliamente, a los países de la región. Es más, de acuerdo al resumen ejecutivo del WEF, Chile está por encima de 13 de los 25 países de la Comunidad Europea, y es el único país de América Latina que puede ser comparable dicho bloque económico. El nivel alcanzado por este país no sólo está dado por su estabilidad macroeconómica, sino por el avance experimentado en todos sus indicadores de desempeño.

Argentina, que es el segundo país en Latinoamérica y el Caribe, en cuanto a competitividad, es N° 54 en el mundo lo cual representa 17 lugares después de Grecia,

⁸Para la comparación se utilizará lo que en la literatura económica actual figura como *MERCOSUR Ampliado*, entiéndase por MERCOSUR ampliado a los países miembros del MERCOSUR más los países asociados (Paraguay, Argentina, Uruguay, Brasil, Bolivia, Chile y Venezuela).

que es país con peor desempeño dentro de la Comunidad Europea (una diferencia significativa comparándolo con Chile).

Uruguay y Venezuela, tienen un desempeño estable a lo largo de los años considerados, y mantiene su nivel medio de desempeño con relación a todos los países del mundo.

Bolivia y Paraguay mantienen el peor desempeño de la región y no sólo eso, sino que el peor desempeño a nivel internacional.

Un hecho importante de destacar es que el índice de competitividad no siempre incluyó 117 países, para el año 2005, este índice estaba conformado por 113 países y Paraguay era el último de la lista. Si bien relativamente mejoró la posición de Paraguay para el año 2006, no se omite mencionar que es el penúltimo país en el ranking de competitividad de América Latina y el Caribe, seguido por Guyana por una diferencia mínima.

Evolución del Ranking de Competitividad WEF 2004 - 2005						
Países	Rank dentro de América Latina	Puntaje 2006	Rank Mundial 2004	Rank Mundial 2005	Rank Mundial 2006	Evolución 2004:2006
Chile	1	4,84	35	29	27	↗ 8
Argentina	2	4,09	76	71	54	↗ 22
Brazil	4	4,08	46	52	57	↘ -11
Uruguay	11	3,95	64	65	70	↘ -6
Venezuela	13	3,71	84	81	84	→ 0
Bolivia	19	3,39	99	109	101	↘ -2
Paraguay	20	3,36	98	113	102	↘ -4

Elaboración propia, en base a datos de WEF

Tabla 4.1.2.1

Dentro de los indicadores de competitividad para Paraguay los que presentan peor desempeño son los relacionados a las *Instituciones e Innovación* (en los cuales se sitúa como peor del mundo y por consiguiente peor de Latinoamérica y el Caribe), le sigue muy de cerca el indicador de *Eficiencia de Mercado* (en donde es antepenúltimo en el mundo y último en Latinoamérica y el Caribe).

Por orden de importancia y no tan alejado en cuanto al ranking descrito en el párrafo anterior, se sitúan los indicadores de *Sofisticación de Negocios, Infraestructura, Brecha Tecnológica y Educación Superior y Entrenamiento Laboral*.

Los indicadores *Macroeconómicos* y de *Salud y Educación Primaria* presentan un desempeño medio con relación al mundo y en estos indicadores Paraguay ocupa el 9º lugar en Latinoamérica y el Caribe⁹.

⁹Para el lector interesado en un mayor detalle en la composición de cada uno de los indicadores, se recomienda la lectura de Klaus Schwab & Augusto López-Claros 2006. The Latin America Competitiveness Review 2006. Paving the Way for Regional Prosperity. W.E.F. Geneva, Switzerland

4.1.3 Indicadores del Banco Mundial (Doing Business)

El Banco Mundial elabora anualmente un indicador a nivel mundial llamado "Doing Business", el mismo mide la regulación del gobierno y sus efectos en los negocios, especialmente en lo relacionado a pequeñas y medianas empresas (de ahí la importancia de su inclusión en este apartado, a pesar de no poder ser comparable directamente con el estudio elaborado por el WEF).

En el año 2005 este informe presentó un ligero cambio en la metodología y actualmente la medición de este indicador se basa en el estudio de las leyes, regulaciones e informaciones proporcionadas y verificadas por funcionarios del gobierno, abogados, consultores, asesores de negocios, entre otros y está basada en encuestas. Todos los datos tomados para el estudio tienen como punto de partida Enero de 2005 y las encuestas se realizan en las ciudades con mayor población. Para el informe correspondiente al año 2006 se consideraron 155 países.

Aquellos países que están más próximos al 1 son los que presentan menor grado de dificultad en la realización de negocios.

El informe identifica 10 áreas críticas con sus sub-niveles que se detallan a continuación:

- | | |
|--|---|
| <p>i. Apertura de una empresa</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Número de procedimientos b. Tiempo c. Costo d. Capital Mínimo | <p>vi. Protección a los Inversores</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Divulgación de la Información b. Responsabilidad del Director c. Presentación de demandas de los accionistas d. Protección al Inversionista |
| <p>ii. Trámite de Licencias</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Número de Procedimientos b. Tiempo c. Costo | <p>vii. Pago de Impuestos</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Pagos b. Tiempo c. Totalidad de impuestos |
| <p>iii. Contratación y Despido de Trabajadores</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Índice de Contratación b. Inflexibilidad en los horarios c. Dificulta de Despido d. Rigidez Laboral e. Costo por contratar f. Costo por despedir | <p>viii. Comercio Transfronterizo</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Documentos para exportar b. Tiempo para exportar c. Documentos para importar d. Firmas para importar e. Tiempo para importar |
| <p>iv. Registro de la Propiedad</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Número de Procedimientos b. Tiempo c. Costo | <p>ix. Cumplimiento de Contratos</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Número de Procedimientos b. Tiempo c. Costo |
| <p>v. Obtención de Crédito</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Derechos de deudores y Acreedores b. Información Crediticia c. Cobertura de Registros Públicos | <p>x. Liquidación de una Empresa</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Tiempo b. Costo c. Tasa de recuperación |

En la tabla 4.1.2.2, se realiza una comparación de los países miembros del MERCOSUR ampliado, como se puede apreciar nuevamente Chile, lidera el ranking con una amplia diferencia, pero en este caso, a sus seguidores los podríamos clasificar en 2 grupos: aquellos que están debajo de los 70 y 100 países a nivel internacional; y aquellos que su lugar en el ranking es superior a 110 en cuanto al grado de dificultad para la realización de negocios¹⁰.

Países	Ranking Mundial	Grado de Dificultad para hacer Negocios	Apertura de una empresa	Trámite de licencias	Contratación y despido de trabajadores	Registro de la propiedad	Obtención de crédito	Protección a los inversores	Pago de impuestos	Comercio transfronterizo	Cumplimiento de contratos	Liquidación de una empresa
Chile	25	25	23	35	37	30	32	36	63	42	41	82
Argentina	77	77	85	103	132	65	42	51	143	43	91	52
Uruguay	85	85	116	38	52	126	60	76	144	71	139	63
Paraguay	88	88	118	104	137	52	54	43	71	97	107	114
Bolivia	111	111	132	52	89	109	79	98	146	116	112	47
Brazil	119	119	98	115	144	105	80	53	140	107	70	141
Venezuela	120	120	95	96	71	47	76	142	145	91	129	129

Elaboración Propia: Fuente Ease of Doing Business 2006

Tabla 4.1.2.2

4.1.3.1 Aspectos relevantes de los países considerados

Todas las comparaciones que se realizan en este apartado corresponden a los diez países a nivel mundial que peor o mejor desempeño presentan en cada uno de los indicadores, y son citados en orden descendente de importancia.

- *Apertura de una empresa:* Argentina (15 procedimientos), Bolivia (15 procedimientos), Brasil (17 procedimientos) y Paraguay (17 procedimientos, sólo superado por Chad), son de acuerdo al informe, los peores 10 países a nivel mundial, en cuanto al número de procedimientos al momento de apertura de negocios.
En cuanto a número de días para la apertura Venezuela (116) y Brasil (152) son los que peor desempeño presentan.
- *Trámite de Licencias:* Argentina fue uno de los países que a nivel mundial introdujo un gran número de reformas para la simplificación en el otorgamiento de licencias e inspección.
Por otra parte Brasil es uno de los países que más tiempo a nivel mundial tarda en el otorgamiento de licencias (460 días).
- *Contratación y Despido de Trabajadores:* Chile es el décimo país a nivel mundial en donde la rigidez en el horario es mínima y Brasil es el sexto país con mayor rigidez ese indicador, y el séptimo en cuanto a costo de desemplear.
Por otro lado, Uruguay es el décimo país también a nivel mundial en donde resulta más fácil despedir a un empleado.
- *Registro de la Propiedad:* Brasil, es el séptimo país con mayor grado de dificultad en cuanto al número de procedimientos (15) al momento de registrar una propiedad.
- *Obtención de Crédito:* Argentina es el noveno país en donde existe mayor información crediticia. Es importante destacar que para este indicador solo fueron evaluados 111 países, ya que los restantes 44 no contaban con registros.
- *Protección a los Inversores:* Venezuela es el cuarto país en donde los inversionistas se encuentran más desprotegidos.
- *Pago de Impuestos:* Chile es uno de los países que presenta el menor número de pagos de impuestos al año (8).
En cuanto al tiempo utilizado para el cumplimiento de los impuestos Bolivia (1080 horas) y Brasil (2600 horas), son los que registran mayor número de horas al año.

¹⁰En el Anexo se presentan tablas relacionadas a los indicadores de Doing Business con mayor grado de detalle.

- *Cumplimiento de Contratos*: Brasil fue uno de los países que mayores reformas introdujo en la corte durante el año 2004, a fin de modernizar el sistema de apelaciones.
- *Liquidación de una Empresa*: Brasil es uno de los países que peor desempeño presenta en cuanto al número de años para el cierre de una empresa (10), y en cuanto a la tasa de retorno (0,5 centavos de dólar). Venezuela es una de las economías más costosas como porcentaje del estado (38).

4.2 Calificación Internacional de Deuda Soberana¹¹

Una forma alternativa de medición del "riesgo" que ofrecen las economías a las inversiones son las clasificaciones internacionales de deuda soberana, en el siguiente apartado se exponen las clasificaciones crediticias para los países del MERCOSUR.

La calificación de riesgo como tal es una evaluación de la capacidad de pago del emisor para hacer frente a los vencimientos de capital e intereses en los términos y plazos pactados. Lo mismo es aplicable a las deudas soberanas (deudas emitidas por los gobiernos).

A fin de establecer un parámetro de qué "nivel de riesgo sería tolerable" para un inversionista, se debe utilizar el criterio de **Grado de Inversión**.

El grado de inversión no es más que una referencia a cerca de la calidad crediticia. Para el caso de S&P y Moody's va hasta BBB y Baa respectivamente, cualquier inversión que tenga una calificación inferior a ésta es considerada como bono basura, es decir un bono especulativo.

Se utilizará este criterio para la evaluación de la deuda soberana del Paraguay y los demás países del MERCOSUR. Esto da la pauta de cómo están calificados los países en cuanto al riesgo y la capacidad de pago que ofrece su deuda pública, lo cual nos da una proxy sobre la situación de esa economía, por lo cual se puede establecer como un parámetro homogéneo de comparación, a pesar de no incluir otras variables que permitan identificar las características de cada economía.

Clasificación de Deuda Soberana Moodys (6-Ene-06)

Moody's						
País	Fecha	Largo Plazo		Corto Plazo		Perspectiva
		Moneda Extranjera	Moneda Local	Moneda Extranjera	Moneda Local	
Chile	Feb-05	Baa1	A1	—	—	Positiva
Brazil	Oct-05	Ba3	Ba3	—	—	Positiva
Argentina	Jun-05	B3	B3	NP	—	Estable
Bolivia	Nov-03	B3	B3	—	—	Estable
Uruguay	Nov-04	B3	B3	—	—	Estable
Paraguay	Nov-03	Caa1	Caa1	—	—	Estable

Fuente: Moody's

Tabla: 4.2.1.1

¹¹La metodología empleada por cada calificador de riesgo, para la clasificación de deudas, se encuentra en el Anexo, así como la evolución de la calificación para los países que componen las tablas.

Listado de Clasificación de Préstamos S&P 10-Ene-06

S&P						
País	Fecha	Largo Plazo		Corto Plazo		Perspectiva
		Moneda Extranjera	Moneda Local	Moneda Extranjera	Moneda Local	
Chile	Oct-05	A	AA	A-1	A-1+	Estable
Uruguay	Ene-06	B	B	B	B	Positiva
Argentina	Oct-05	B-	B-	C	C	Estable
Bolivia	Oct-05	B-	B-	C	C	Negativa
Paraguay	Oct-05	B-	B-	C	C	Estable
Brazil	Oct-05	BB-	BB	B	B	Positiva

Fuente: S&P

Tabla: 4.2.1.2

Listado de Clasificación de Préstamos Fitch 10-Ene-06

Fitch						
País	Fecha	Largo Plazo		Corto Plazo		Perspectiva
		Moneda Extranjera	Moneda Local	Moneda Extranjera	Moneda Local	
Chile	Mar-05	A	A+	F1	—	Estable
Bolivia	Jun-05	B-	-	B-	—	Negativa
Uruguay	Mar-05	B+	BB-	B	—	Estable
Brazil	Oct-05	BB-	BB-	B	—	Positiva
Argentina	Dic-05	RD	B-	B	—	Estable
Paraguay	—	—	—	—	—	—

Fuente: Fitch

Tabla: 4.2.1.3

De los datos de las tablas 4.2.1.1, 4.2.1.2 y 4.2.1.3, a fin de facilitar la lectura se señaló el único país que cumpliría este requisito. Todos los otros países sería considerados como inversiones especulativas y serían parte de los junk bonds (bonos basura) de los portafolios de inversión.

Chile sería el único país atractivo para la compra de deuda pública, considerando que el inversionista desea asegurar el pago al vencimiento. Se deja constancia, que para el caso de la calificación otorgada por Moody's, si bien este país no alcanzaría el "grado de inversión a la fecha del reporte", Chile se encuentra ubicado en la calificación inmediata inferior.

En todas las clasificaciones internacionales Paraguay presenta los últimos lugares y sin visos de mejoras, es más para el caso de la Calificadora Fitch, ni siquiera toma en cuenta al país para otorgar una calificación, y en todos los casos es el país que presenta una menor periodicidad (última de fecha de revisión) en la revisión de su calificación, lo cual denota la importancia relativa que también otorgan estas empresas.

No obstante, los bonos emitidos por el tesoro nacional en los primeros meses del 2006, en el cual el BCP actuó como agente de colocación, se ofertaron 36.000 millones de guaraníes, y 15 millones de dólares, los cuales fueron vendidos en su totalidad, lo cual denota una mayor confianza en el gobierno actual (por más que se trate de un hecho aislado).

Capítulo 5

¿Qué nos Sugiere La Teoría?

En este capítulo el lector podrá identificar las distintas teorías que explican el comportamiento de los agentes al momento de tomar las decisiones sobre inversión, cada párrafo corresponde a la síntesis de cada enfoque, luego se expone una conclusión para finalmente resumir en un cuadro los distintos enfoques tratados.

El enfoque más tradicional en finanzas está basado en la *racionalidad de los agentes* (Friedman 1953), los cuales utilizan expectativas racionales acerca del comportamiento y evolución del mercado. Bajo este enfoque los agentes irracionales, perderían dinero, mientras que los agentes racionales obtendrían cada vez mayores ganancias. Esto supone que existe información perfecta, los precios de los activos (al existir información perfecta e instantánea) reflejarían las asignaciones más eficientes de activos, esto es porque los agentes racionales solo realizan intercambios a través del sistema de precios.

En contraposición al enfoque tradicional, ya explicaba Keynes (1935) que los precios especulativos de los activos no sólo son guiados por los aspectos tradicionales del mercado, sino que existe un cierto tipo de "sicología del mercado" que juega un importante rol. Este enfoque sugiere que existen "*espíritus animales*" que guían al hombre ingenuamente, dando confianza de manera misteriosa (esto hace a su vez que tomen *decisiones riesgosas*). Este enfoque se ve reforzado a través del aporte de (Simon 1957), quien sostiene que los agentes tienen capacidades limitadas para procesar toda la información disponible.

Luego están los modelos de sistema dual (Shefrin & Thaler 1981) en donde el comportamiento de las personas está directamente controlado por una serie de "*actos miopes*", los cuales maximizan la satisfacción en el corto plazo. Pero también éste comportamiento se ve influenciado por una "*visión hipermétrope*" de largo plazo que maximiza las sumas descontadas de las utilidades.

DeLong 1990, menciona que en el mercado operan los "*agentes ruidosos*" (inversionistas que no toman mucho tiempo en sus decisiones sino que más bien siguen tendencias y sobre reaccionan ante noticias, sus decisiones pocas veces se fundamentan en estadísticas o valores históricos) y los "*agentes racionales*" (éstos últimos en su modelo toman en cuenta la presencia de agentes ruidosos). Los "*agentes ruidosos*" crean un riesgo extra y los "*agentes racionales*" no están dispuestos a soportar el arbitraje de precios. Los "*agentes ruidosos*" soportan un riesgo mayor y por lo tanto pueden obtener ganancias mayores, y este es el motivo por el cual los "*agentes ruidosos*" sobreviven en el largo plazo y no son desplazados del mercado tal como lo establece el modelo de Friedman.

También bajo el enfoque de modelos de sistema dual (Bernheim & Rangel 2004), se asume que el cerebro humano opera bajo dos modos uno "*caliente*" y otro "*frío*". En el modo frío, la persona delibera con una perspectiva de largo plazo. En el modo caliente la persona toma sus decisiones influenciado por motivaciones y emociones. El modo que prevalece sobre el otro, dependerá de las condiciones del ambiente en que se desarrolla y del comportamiento pasado de cada individuo.

Además otros enfoques agrupan dos grandes tipos de inversionistas, los “*fundamentalist*” y los “*chartist*”. Los *fundamentalist*, basan sus decisiones en el comportamiento del mercado, como tasas de interés, crecimiento de la economía, ganancias de la compañías, etcétera. Los “*chartist*” cuyo comportamiento está más bien definido por un análisis de patrones simples, como ser tendencias, precios pasados, y extrapolaciones a más de consideraciones personales.

Estudios recientes sugieren que la interacción de los agentes en el mercado financiero, está dada por el intercambio entre agentes con características heterogéneas¹², a través de simples estrategias de inversión, en donde *los agentes aprenden unos de los otros y van adaptando su comportamiento a lo largo del tiempo* (Hommes 2006).

Si bien dentro de las limitaciones del presente documento, la teoría presenta por así decirlo tres grandes enfoques (uno en que el inversor es mucho más metódico y frío en sus decisiones, otro en que basa sus decisiones considerando experiencias pasadas, expectativas, pronósticos y su intuición; y finalmente uno en que se encuentra en una zona intermedia en donde toma elementos de los dos primeros enfoques) los agentes no son tan determinantes para adoptar un único comportamiento a lo largo de toda su vida. La conducta de los agentes en gran parte dependerá del acceso a la información con que cuente, las experiencias previas y las creencias personales.

Adicionalmente, no debe perderse de vista que actualmente con el dinamismo de los mercados, las múltiples opciones de inversión y la relativa facilidad de acceso a la información por parte de los agentes estas decisiones deben ser tomadas de manera inmediata y considerando múltiples variables, a fin de maximizar la utilidad de su portafolio.

Tomemos como ejemplo un aumento en el *retorno esperado* de un activo financiero, sea este el que fuera, independientemente del “tipo de inversionista” que estemos hablando, lo lógico (por no ser tan tajante y decir lo racional) sería que (*ceteris paribus*) los agentes deseen adquirir este tipo de activo (asumiendo que el precio seguirá aumentando). Ahora bien, los agentes que primero adquieran este activo serán los que obtendrán un mayor beneficio, ya que en el largo plazo (y si el inversionista mantiene su posición) el exceso de demanda de ese activo hará que su retorno disminuya lo cual plantea una nueva interrogante, sea cual sea el tipo de inversionista del que estemos hablando, “*fundamentalist*”, “*chartist*”, “*tomador de riesgo*” o “*adverso al riesgo*”, dependerá más bien de sus habilidades para captar e internalizar las señales de mercado y su capacidad de reacción para que el mismo sea un inversionista exitoso.

El presente documento busca identificar justamente, que tipo de comportamiento tienen los agentes que recurren al mercado de capitales para financiar sus inversiones y que tipo de inversiones son financiadas. En otras palabras, dadas las condiciones generales del país, ¿por qué estos agentes están interesados en seguir apostando en el país? ¿y qué tipo de actividades son financiadas con ese capital? (ya sean estas inversiones en activos fijos, capital operativo u otras). Existe un comportamiento en que quizás como exponen Bernheim & Rangel los agentes son *fríos* y realmente ven una rentabilidad muy atractiva en su sector o es más bien *caliente* que hace que se mantenga en el sector en que operan por cuestiones tradicionales, familiares o similares.

¹²Estas características por ejemplo son: volumen de operaciones que es capaz de realizar cada inversionista, los plazos dispuestos a tolerar, las ganancias esperadas, el acceso a distintas fuentes de información, el nivel de riesgo tolerable, entre otras.

Si bien en base a lo expuesto anteriormente los enfoques pueden estar divididos en 3 grandes grupos, por una cuestión de practicidad los catalogaremos en dos grandes divisiones. Por un lado, en el corto plazo el inversionista "especula", en base a la información disponible, y por el otro lado, el inversionista en el largo plazo busca una "mayor seguridad" en cuanto al retorno de su inversión (en cualquiera de los casos se busca la maximización del portafolio de inversiones). De lo anteriormente expresado y en base a lo tratado a lo largo del presente capítulo podríamos catalogar a los inversionistas de acuerdo a las teorías expuestas de la siguiente forma (tabla 5.1):

Motivación	Plazo	Tipos de Inversionistas	
Especulación	Corto	<i>Animales, miopes, calientes, ruidosos, chartist</i>	
<i>Zona intermedia enfoques duales (ecléctico)</i>			
Seguridad	Largo	<i>Racionales, hipermétropes, fríos, fundamentalist</i>	

Tabla 5.1

Capítulo 6

Objetivos, Alcance y Metodología Empleada

En este capítulo el lector podrá identificar cual es el objetivo del presente documento, así como podrá ver las limitaciones y la metodología empleada.

6.1 Objetivos y Alcance

¿Qué tipo de inversiones realizan los empresarios de determinados sectores de la economía paraguaya? ¿Por qué apuestan a determinadas inversiones? ¿Por qué recurren al mercado de capitales para financiar dichas actividades? y finalmente, dadas las condiciones actuales y relativas del país en comparación con los países de la región ¿Por qué seguir invirtiendo en el país? Estas interrogantes son las que la presente investigación busca responder. Para ello se estructuró de modo a que en los primeros capítulos tal como se describe a continuación, se pueda establecer el escenario en el cual se desarrollan estas empresas y en donde sus administradores deben tomar las decisiones estratégicas.

El segundo capítulo de la presente investigación realizó una exploración de los niveles de inversión en el Paraguay durante los diez últimos años. También se trató de identificar algún nexo con ciertos indicadores de la economía a fin de poder determinar alguna causalidad o alguna proxy que nos permita estimar el comportamiento futuro, con el objetivo de reconocer los sectores crecientes y ello permita realizar inversiones más eficientes.

El capítulo tres es más bien descriptivo, y presenta una fotografía actual del mercado de capitales, que es el eje de la investigación, ya que es la fuente de financiación de las empresas consideradas en este estudio. A lo largo del documento se buscará identificar por qué las personas que recurren a este mercado prefieren esta fuente de financiación y si ser parte de ese mercado genera externalidades o alguna ventaja, que lo haga particularmente atractivo.

El cuarto capítulo analizó determinados aspectos relacionados con la competitividad relativa del país con relación a los países miembros del MERCOSUR, partiendo de esa base si el país no presentan "*las mejores condiciones deseables*" para realizar o promover las inversiones surge la interrogante (siempre y cuando considerando los indicadores *globales* expuestos) ¿por qué existen personas que siguen confiando y apostando en el país?

A fin de tener un marco referencial que permita establecer los patrones de conducta de los inversionistas, en el capítulo cinco, se analizaron las distintas teorías que tratan de explicar dicho comportamiento, se abordaron enfoques conservadores, osados, y ciertos enfoques que más bien son eclécticos y presentan características de los dos primeros. Adicionalmente se trató de reconocer las intenciones de los inversionistas en el corto y en el largo plazo.

6.2 Metodología Empleada

La presente investigación desea explorar las *motivaciones de inversión* de los empresarios que operan en el Paraguay, y los *tipos de inversiones* realizadas, para ello se procedió a encuestar y entrevistar a empresarios que efectivamente realizaron emisiones de títulos de renta fija y/o títulos de renta variable durante los dos últimos años (2004:2005) y que para captar dicho capital utilizaron la bolsa de valores nacional.

Para ello se recurrió a la utilización de un cuestionario el cual consta de 35 preguntas que fueron elaboradas a fin de identificar el crecimiento de las inversiones, el tipo de inversiones realizadas, y los factores que motivaron a los empresarios a realizar ese tipo de inversiones.

6.3 Estructura de la encuesta¹³

Se pueden identificar cinco grandes áreas en el cuestionario, en la primera se analizan características de la empresa, si la misma es exportadora o atiende solo el mercado local, la procedencia de los insumos que utiliza en el proceso de producción y la calificación de la mano de obra en el sector que opera.

La segunda área, abarca preguntas relacionadas a la composición de la inversión realizada en los dos últimos años, así como su destino y objetivo.

Posteriormente en la tercera parte se analizan cuestiones más bien cualitativas, relacionadas con las limitaciones identificadas para realizar esas inversiones y los puntos débiles en los cuales cada empresa percibe que necesita asistencia técnica.

En la cuarta parte se identifica el perfil de los accionistas y directivos de esas empresas a través la segmentación por medio de la formación académica y el grado de informatización incluido en los procesos internos.

Finalmente en la quinta parte, se analizan las perspectivas sobre la evolución de la economía en general y la gestión del gobierno, los sectores o productos que considera que tendrán mayor crecimiento en los próximos años y temas relacionados con la integración (percepción sobre los gremios y el MERCOSUR).

6.4 Perfil de los encuestados

La muestra tomada en consideración abarca aquellas empresas que al 13 de Enero de 2006 se encontraba registradas en la Comisión Nacional de Valores, y que efectivamente habían realizado emisiones de títulos de renta fija y/o variable durante los años 2004 y 2005.

En total fueron repartidos 35 cuestionarios dirigidos a gerentes de empresas previamente seleccionadas, con el propósito de tener una respuesta precisa sobre la visión de las personas que dirigen y toman las decisiones estratégicas en dichas firmas.

¹³El cuestionario utilizado forma parte del anexo.

A modo de facilitar la lectura y la comprensión las empresas de la muestra fueron clasificadas en seis grandes sectores que son: *agrícola, comercial, financiero, industrial, industrial-comercial y servicios* (el criterio utilizado corresponde al mismo que utiliza la Comisión Nacional de Valores para catalogar a las empresas habilitadas).

6.5 Justificación de las empresas seleccionadas

Como bien es sabido, por un lado las empresas que cotizan en bolsa se caracterizan por la transparencia y actualización de la información contable y financiera, por otro lado se identificó que las empresas que cotizan en este mercado son aquellas que son líderes en su sector (esto se aprecia realizando una comparación con el informe de grandes contribuyentes emitido por la SSET, el cual arroja que 70% de las empresas consideradas están incluidas en dicho ranking).

Adicionalmente, este grupo de empresas tiene particular interés en difundir sus actividades lo que permite que sea más fácil la realización de este tipo de trabajo y nos lleva a prescindir de la dificultad práctica que conlleva realizar esta tipo de investigación.

El período abarcado corresponde a los dos últimos años a fin de identificar cuales son los factores que actualmente influyen en el comportamiento. Y solo fueron consideradas las empresas que emitieron títulos de renta fija o renta variable, a fin de eliminar aquellas empresas que si bien están registradas, no realizaron ninguna emisión desde su inscripción.

6.6. Resultados de la encuesta

Del total de 35 cuestionarios entregados, se obtuvo un total de 9 respuestas, lo que representa alrededor un poco más del 25% de la muestra considerada.

Si bien, el porcentaje obtenido no es muy significativo estadísticamente, de igual manera servirá de base para la descripción de los capítulos siguientes.

Es importante destacar que el análisis que sigue, solo recoge la información correspondiente a los sectores **comercial, servicios e industrial-comercial**, quienes fueron los únicos sectores de los cuales se pudo obtener las respuestas, hasta la fecha de elaboración del documento.

En base a lo descrito en el párrafo anterior, otro aspecto interesante, es que los sectores de los cuales se obtuvieron las respuestas fueron aquellos que se encuentran en los extremos en cuanto a la participación de su sector con relación al volumen total transado.

Sector	Gs. Transados en el Sector/Total Durante el periodo 2004:2005 (muestra total)	Empresas del Sector/Total de Empresas	% de Empresas que respondieron a la encuesta
Comercio	60,1%	45,5%	26,7%
Financiero	26,0%	21,2%	0,0%
Agrícola	6,9%	9,1%	0,0%
Industrial / Comercial	3,4%	9,1%	66,7%
Servicios	2,7%	6,1%	50,0%
Industrial	0,9%	9,1%	33,3%

Tabla 6.1

Sector	USD Trasados en el Sector/Total transado durante el periodo 2004:2005 (muestra total)	Empresas del Sector/Total de Empresas	% de Empresas que respondieron a la encuesta
Comercio	57,4%	45,5%	26,7%
Servicios	16,4%	6,1%	50,0%
Agrícola	9,1%	9,1%	0,0%
Financiero	8,2%	21,2%	0,0%
Industrial / Comercial	5,8%	9,1%	66,7%
Industrial	3,1%	9,1%	33,3%

Tabla 6.2

Capítulo 7

Características de Las Empresas Encuestadas

Este capítulo recaba las informaciones proporcionadas por los encuestados, relacionadas a las características de la empresa a la cual representan. Los datos son relativos a la composición del capital, destino de su producción, procedencia de los insumos o materias primas utilizadas y cantidad de mano de obra en el sector en que opera.

7.1 Características de las empresas encuestadas

Del total de empresas encuestadas, la mayor proporción corresponde a aquellas cuyo capital es nacional (gráfico 7.1), le sigue con 25% las empresas que recurrieron a la bolsa para capitalizarse y por último 13% con capital extranjero (es la única empresa encuestada que fue originalmente creada con capital local mayoritariamente y que hace poco tiempo fue absorbida por una cadena internacional).

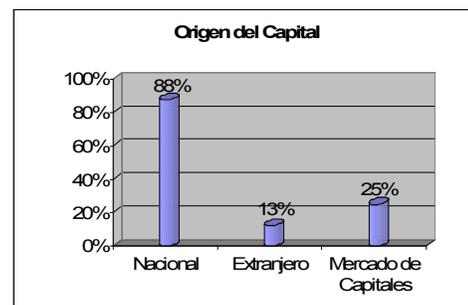


Gráfico 7.1

Vinculando con la información de la Comisión Nacional de Valores, estos resultados no son sorprendentes ya que si se recuerda lo expuesto en el capítulo 3; 95% de las operaciones corresponden a títulos de renta fija.

De las empresas encuestadas 38% son exportadoras, y el destino de sus exportaciones para todas ellas fue el MERCOSUR, dos de cada tres ellas destinó el 25% de su producción a la exportación y una de cada tres entre 26%-50% de su producción al mismo fin.

45% es el promedio de variación del volumen de exportaciones con relación al año pasado, cabe destacar que una de estas empresas materializó su primera comercialización internacional a principios del 2006. Si omitimos a esta empresa, dicho promedio para la muestra considerada cae a 17,5%.

Dentro del total de empresas que NO son exportadoras, sólo 20% considera esta alternativa, y estiman que de realizar exportaciones las harían en aproximadamente 2 años.

En cuanto a la composición de los insumos utilizados, 90% corresponde a materiales importados y el restante 10% a insumos local. Es importante destacar que 38% de las empresas encuestadas utilizan 100% de insumos importados, lo cual evidencia la alta dependencia de la industria local de insumos del exterior.

Por su parte cuando fueron consultados sobre la disponibilidad de la mano de obra (gráfico 7.2) la mayoría coincide que es insuficiente; 38% que es abundante y 13% está conforme con la cantidad de mano de obra existente. Se destaca que durante las entrevistas realizadas los empresarios señalaron que a pesar de que para ciertas

actividades existe bastante mano de obra, y en otras hay déficit, en ambos casos sostienen que es difícil identificar personas que estén lo suficientemente capacitadas para los puestos disponibles.

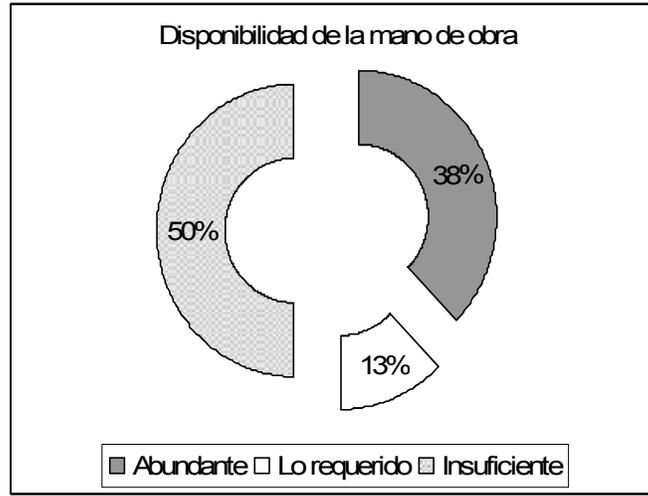


Gráfico 7.2

Capítulo 8 Composición, Destino y Objetivo de las Inversiones

Todas las empresas encuestadas informaron que realizaron “algún tipo de inversión”, para la mayoría de los casos no se cuenta con información precisa sobre el monto, pero si sobre el destino, a lo largo del presente capítulo se tratarán de identificar estos aspectos.

8.1 Composición de las Inversiones Realizadas

Del total de empresas consultadas, ninguna reportó que sus niveles de inversión sean inferiores a los realizados el año anterior. Un cuarto de ellas mencionó que mantuvo el mismo nivel, y el restante 75% que sus inversiones aumentaron. Dicho aumento en promedio fue del 30%, pero para aquellas empresas que realizaron inversiones en **inventarios y maquinarias y equipos** su variación fue entre +50% a +60% con relación al año anterior.

Cuando se consultó sobre aplicación que tuvo ese capital en los últimos dos años, el 100% mencionó que fue para capital de trabajo, pero un cuarto de ellas informó que además de utilizar como capital de trabajo destinó una parte de ese capital (aproximadamente 50%) para inversiones en activos fijos.

8.2 Destino de las Inversiones Realizadas

En el gráfico 8.1 se puede el destino y la participación que tuvieron las inversiones en los últimos dos años. La mayoría de los encuestados destacaron que además de utilizar como capital operativo, la compra de maquinaria y equipos, inventarios y capacitación de los recursos humanos, son los rubros que mayor incidencia tuvieron en la utilización de los montos captados. Al respecto, no se pudo obtener con precisión los montos destinados a cada uno.

Luego se analizó la proyección para el ejercicio 2007, en cuanto a su producción e inversión, la mayoría de los empresarios recalcó que la estrategia sería aumentar los niveles de producción e inversión.



Gráfico 8.2

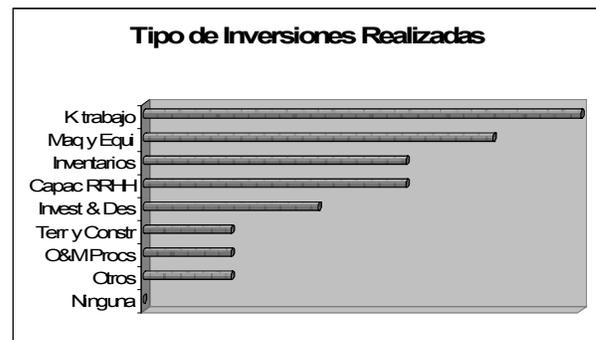


Gráfico 8.1

8.3 Objetivo de las Inversiones Realizadas

El objetivo de las inversiones realizadas durante el período 2004:2005, para la mayoría de los encuestados eran básicamente tres: aumentar los niveles de producción, mejorar los niveles de rentabilidad y mejorar la calidad de los productos (gráfico 8.3)

Lo anterior se contrasta cuando posteriormente se consultó si la estrategia adoptada que finalidad tenía, y la mayoría contestó que era con el fin de atender el mercado local y eventualmente nuevos mercados, en tercer lugar figuró el apalancamiento financiero (gráfico 8.4). Aquí se puede resaltar que a lo largo del presente capítulo se visualizó que los empresarios contestaron que el destino y la composición de sus inversiones en mayor proporción estaban destinadas a capital de trabajo, lo cual nos da el indicio que este capital está siendo utilizado para financiar compras del exterior en condiciones más ventajosas o para brindar plazos que sean más atractivos a sus consumidores y de este modo elevar sus ventas (gráfico 8.4).

Otro aspecto relacionado es el plazo en que esperan amortizar dichas inversiones, que para el 50% de los encuestados es 1-3 años, el restante 50% se divide en dos porciones iguales que esperan amortizar entre 4-6 ó 7-9 años (obviamente éstos últimos corresponden únicamente a aquellos que han realizado inversiones en maquinarias y equipos y que pertenecen al sector industrial como se citó en el punto 8.2

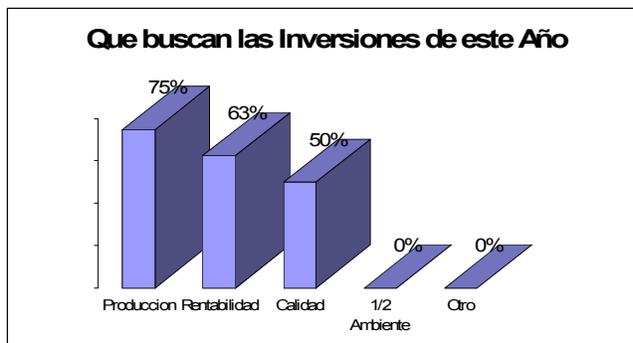


Gráfico 8.3

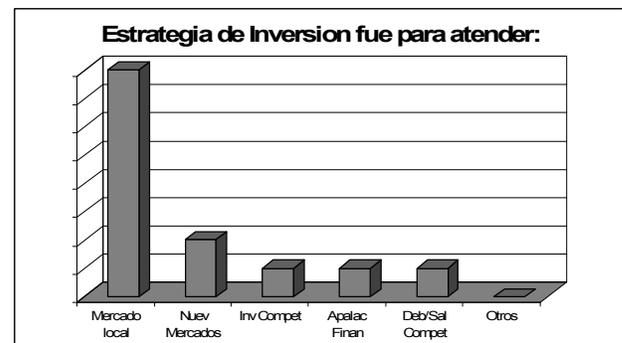


Gráfico 8.4

Capítulo 9

Clima de Negocios y Competitividad

Este capítulo aborda los aspectos más bien cualitativos, en donde se trata de identificar las condiciones que los encuestados consideran necesarias para realizar inversiones tanto a nivel global como en el sector en que operan. Posteriormente, se consideraran aspectos que están relacionados con limitantes de dichas inversiones.

9.1 Crecimiento Potencial

El promedio de capacidad utilizada para las empresas consideradas es del 78%, siendo el sector industrial donde se registra la mayor cantidad de capacidad ociosa, alrededor del 30%. En este mismo sector, sólo 2 de cada tres empresas son exportadoras, lo cual podría hacer que eventualmente este índice disminuya a través de la penetración a nuevos mercados internacionales.

Consultados si tuvieran que iniciar de nuevo su negocio ¿en qué país y ciudad empezaría?, todos los encuestados a excepción de una empresa que opera en el rubro industrial-comercial, contestaron que se establecerían dentro del país.

De las empresas que operan en el ramo industrial éstas preferían establecerse en el parque industrial de Mariano Roque Alonso o en la zona de Colonias Unidas o Santa Rita. La industria que fue la excepción, preferiría haberse establecido en el exterior, en Argentina, en la ciudad de Rosario.

Algo que es coincidente en todos los casos y no es sorprendente es que la ubicación dependía de los centros de abastecimiento de insumos, y de la proximidad a sus consumidores finales. Al respecto, la principal crítica relacionada fue la infraestructura vial existente, y los problemas relacionados con el transporte.

9.2 Condiciones Necesarias para Invertir

A modo general se pidió que identifiquen cuatro condiciones generales que son necesarias para el desarrollo de nuevas inversiones en el país. 71% coincidió que es la **ubicación geográfica** y la **presión tributaria**, 57% que son las **oportunidades de negocios** y por último con 43% que dependen de las **condiciones macroeconómicas** (gráfico 9.1).

Otras condiciones con menor participación son *financiamiento tanto a corto y largo plazo (29%)*, y con menos de 15% *mano de obra, fletes y transporte, acceso a materias primas y costo de la mano de obra*.

Luego se consultó sobre 3 *condiciones específicas necesarias* para el desarrollo dentro de la industria que opera. Y nuevamente con 80% de coincidencia la **financiación** es el principal condicionante que perciben los encuestados dentro del sector en que operan. En segundo y tercer lugar con 40% son necesarias mayor **seguridad jurídica, estabilidad económica** y erradicación de **competencia desleal e informalidad** (contrabando, productos sustitutos genéricos, etcétera). En menor medida también consideraron que

calidad de los recursos humanos, reducción de criminalidad e inversión en investigación y desarrollo, son elementos que de cierta forma condiciona las inversiones.

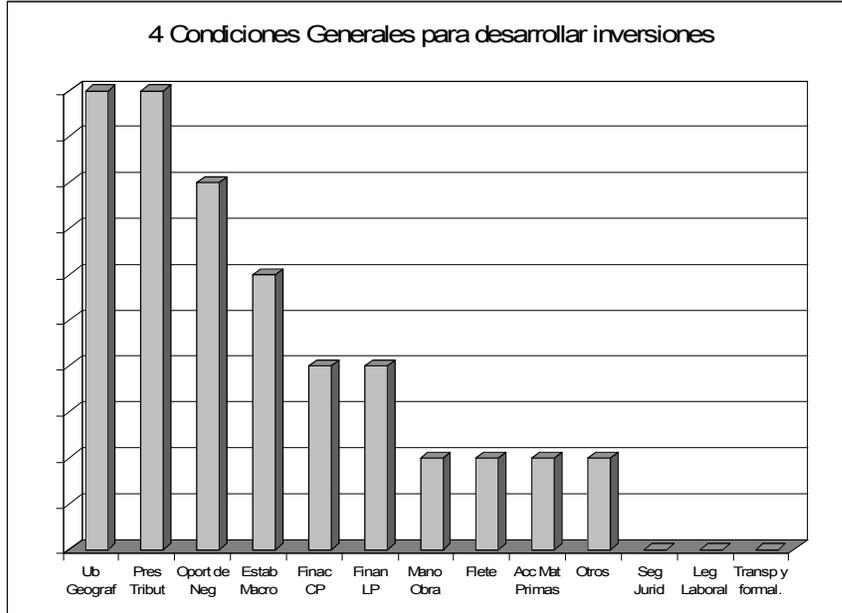


Gráfico 9.1

9.3 Limitantes de la inversión y competitividad

Cuando se preguntó sobre 3 limitantes a las inversiones que ellos realizaban, 50% de los encuestados coincidió que el principal problema identificado era la **falta de financiamiento adecuado**. Seguido de 38% que coincidieron que eran aspectos relacionados con la **situación económica** (falta de una política económica definida, reforma tributaria y aspectos relacionados con los precios) y la **escasa demanda del mercado local**. Otros aspectos coincidentes pero en menor medida, fueron la falta de *recursos humanos capacitados*, y aspectos relacionados con políticas públicas que *fomenten la inversión y la competencia* dentro del país.

Por otro lado, más de la mitad de los encuestados considera que el área de **recursos humanos** es la que necesitan mejorar o fortalecer, principalmente por la capacidad técnica de la mano de obra en el mercado, esto se ve vinculada con la consulta de disponibilidad de mano de obra en donde se menciona que para ciertos perfiles es abundante y para otros deficiente, pero en todos los casos es difícil encontrar profesionales con la calificaciones requeridas.

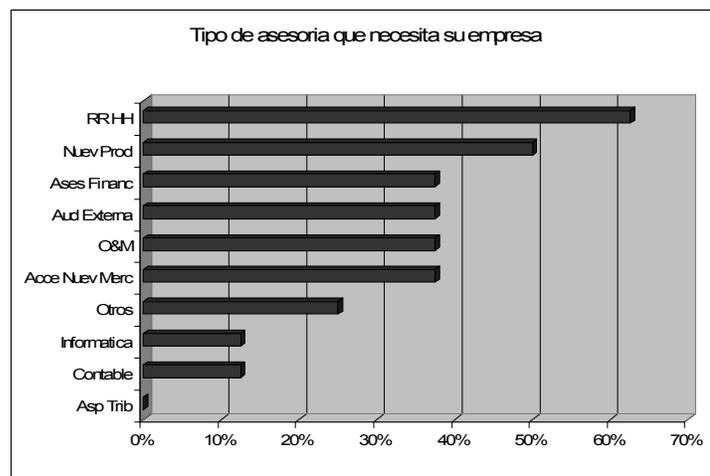


Gráfico 9.2

En otra área el 50% de los consultados insistió en la necesidad de **desarrollar nuevos productos** que satisfagan a los consumidores locales, y que puedan ofrecer alguna ventaja competitiva a través de la diferenciación.

Aspectos como **asesoría financiera, auditoría externa, desarrollo de funciones y procedimientos administrativos** y conocimientos prácticos que faciliten el **acceso a nuevos mercados** ocupan alrededor del 35% del interés de los consultados.

Con menor participación se identificaron aspectos vinculados a la inclusión de tecnología (más que nada con relación a la informatización de la información administrativa), asesoría bursátil y jurídica.

A su vez cuando se interrogó si conocían algún proyecto que fomente la competitividad o que pueda servirle de apoyo para potenciar sus inversiones, sólo uno de los encuestados respondió y mencionó dos proyectos: **PR-100** (*Programa de Desarrollo Empresaria para las Pymes*, que es un proyecto ejecutado por el Ministerio de Industria y Comercio con el apoyo del Banco Interamericano de Desarrollo, y su objetivo es contribuir a mejorar la competitividad de las pequeñas y medianas empresas) y **Rediex** (*Red de Inversiones y Exportaciones*, dependiente del Ministerio de Industria y Comercio, cuyo fin es promover el plan nacional de exportación). También se obtuvieron respuestas vagas que iban relacionadas a la provisión de servicios públicos o desarrollo de la infraestructura vial, pero no relacionados a proyectos concretos.

Capítulo 10

Estructura Organizacional Grado de Informatización

En el presente apartado se identificará la estructura organizacional de las empresas consideradas en la encuesta, la formación académica de los niveles superiores, y el grado de informatización en los procesos administrativos.

10.1 Estructura Organizacional

Como se puede apreciar en el gráfico 10.1 para las empresas de la muestra, el directorio está compuesto en la misma proporción por familiares y extraños. Aquí no debe perderse de vista que estamos hablando de empresas que cotizan en la bolsa, por lo cual *debería* esperarse que la proporción esté desbalanceada hacia "extraños", suponiendo que también se realizaron emisiones de acciones, y que eventualmente pudieron sufrir cambios a lo largo de los años de los propietarios de las acciones originales.

La gerencia, para estas misma empresa presenta una estructura distinta, en donde solamente un cuarto está dirigida por los mismos familiares, el restante 75% corresponde a personas extrañas. Esta proporción no es muy común en nuestro mercado, siempre y cuando tomando en cuenta que la mayoría de las empresas que operan en nuestro país son Pymes, y que las empresas analizadas aquí tienen un porte mayor y características particulares.

En cuanto a la formación académica superior, ambos niveles citados más arriba (directorio y gerencia) presentan que para la mitad de las empresas encuestadas sus gerentes poseen maestrías, mientras que tres cuartas partes de sus directores cuentan con la misma formación académica (gráfico 10.2).

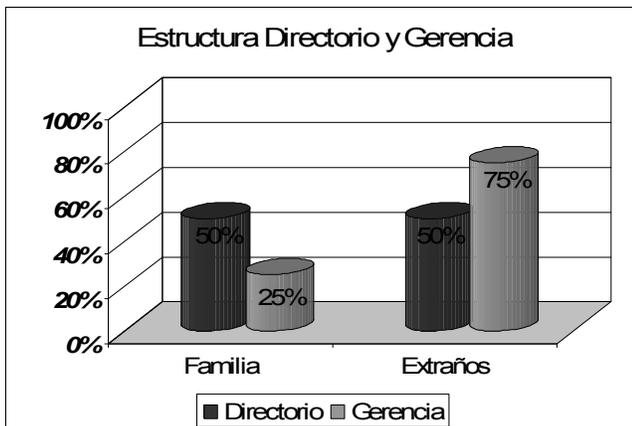


Gráfico 10.1

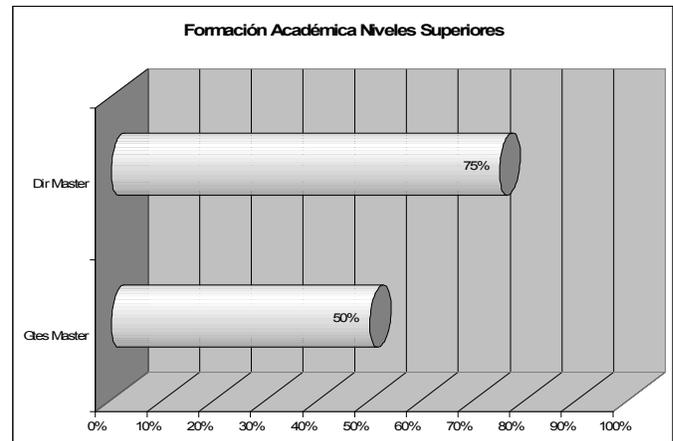


Gráfico 10.2

10.2 Grado de Informatización

Todas las empresas informaron que el procesamiento de sus datos se realizan con el apoyo de herramientas informáticas. De éstas, sólo 25% indicó que están *parcialmente* informatizadas, mientras que 75% contestó que utilizan sistemas de procesamiento de datos *totalmente informatizados*.

Con relación al punto anterior se desdobló la consulta y se indagó acerca de la utilización de sistemas de información gerenciales, 86% afirmó que cuenta con este tipo de sistemas, pero dentro de esta proporción sólo 33% de ellos indicó que tenía un software integral, el resto de los encuestados, sostuvo que cuentan con numerosos y distintos tipos de software que apoyan esta tarea.

La última pregunta se consideró de particular importancia, ya estas herramientas permiten dar a las personas encargadas de tomar las decisiones información oportuna y en tiempo real, lo que hace que las firmas sean más competitivas y eficientes. De ahí que radica la importancia que el software sea integral.

Capítulo 11

Percepción de Condiciones Económicas, Oportunidades de Negocios e Integración

Este último capítulo hará una breve exploración acerca de la percepción de los encuestados sobre las condiciones generales de la economía y las condiciones propicias para la realización de inversiones. Luego se citarán las actividades o emprendimientos que estas personas consideran que tendrán crecimiento en los próximos años tanto en su sector como en la economía en general, y a modo de cierre se verá como perciben a los gremios y al MERCOSUR, desde su óptica como elemento que los ayude a su crecimiento.

11.1 Percepción de Condiciones Económicas y de Inversión

Consultados sobre la situación económica general con relación al año pasado, más de la mitad de los encuestados (63%) indicó que ésta se encuentra mejor, así mismo también el 43% señaló que dichas condiciones iban a continuar igual para los próximos años (gráfico 11.1).

Luego se precisó sobre los cambios introducidos a través de la reforma tributaria, 74% se mostró conforme e indicó que dichas modificaciones le había favorecido (no debe perderse de vista que las modificaciones incluyeron importantes cambios tendientes a formalizar la economía y entre las modificaciones introducidas también se contempló reducciones en la tasa de impuesto sobre las ganancias), 13% de los encuestados indicó que dichas modificaciones le perjudicaron y con el mismo guarismo algunos empresarios indicaron que aún no pueden precisar aún los efectos que tuvo la reforma tributaria.

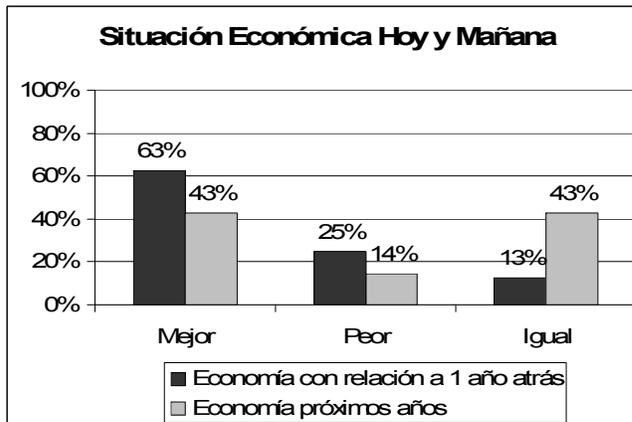


Gráfico 11.1

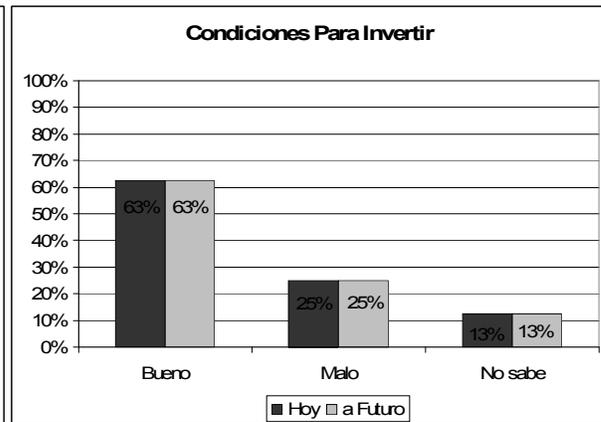


Gráfico 11.2

11.2 Oportunidades de Negocios en los próximos años

Cuando fueron consultadas sobre las oportunidades de negocios que pueden ser desarrolladas en el sector que operan, las firmas del rubro comercial identificaron elementos relacionados con integración horizontal, ellos son atender mercados del exterior, mayor penetración dentro del país, desarrollar nuevos productos, realizar servicios de post-venta y descreme del mercado.

Las firmas industriales si bien tienen algunos aspectos comunes, como orientar parte de sus ventas a la exportación y desarrollo de productos, ellos más bien ven oportunidades a través de la integración vertical, con eslabonamientos hacia atrás (producción de insumos o compra directa de los mismos) o a través de venta de parte de su capacidad ociosa para maquilar.

En cuanto a los productos que se desarrollaría en los próximos cinco años, una gran parte de los encuestados coincidió en los siguientes productos (los productos son citados en orden ascendente de acuerdo a aquellos que más veces han sido mencionados):

- i. Industrialización de la carne y derivados
- ii. Alcoholes y Biodiesel
- iii. Telefonía móvil
- iv. Plásticos
- v. Stevia y sus derivados
- vi. Reciclajes en general
- vii. Prensa y Publicidad
- viii. Comercio Electrónico

11.3 ¿Integración?

Se exploró la percepción que tiene los empresarios a cerca de los gremios y/o asociaciones que los nuclean, tres cuartas partes de los consultados los ven como una oportunidad y como instituciones que a través de la sinergia que generan pueden producir externalidades positivas a sus socios.

Finalmente, consultados sobre su opinión acerca del MERCOSUR, los empresarios se encontraron divididos en sus opiniones (gráfico 11.3), 38% de ellos consideran que es una *oportunidad* a través de la cual pueden exportar más fácilmente sus productos, o aprovechar los vínculos con sus pares de la región y realizar alianzas estratégicas. Por otra parte también con el mismo porcentaje existen gerentes que ven al MERCOSUR como un *obstáculo*, ya que significan mayores trabas no-arancelarias, introducción de productos similares a lo que ellos comercializan con precios muy competitivos, adaptación a nuevos estándares. Quienes con 25% consideran que es un desafío, ven al MERCOSUR, como un bloque puede ser un mercado atractivo en el largo plazo pero aún existen muchas negociaciones hasta que efectivamente se puedan concretar los acuerdos y que realmente funcione como un mercado común, con aranceles uniformes y libre tránsito de mercaderías.

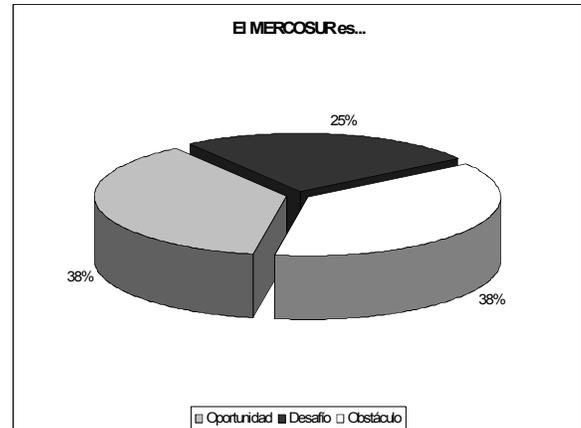


Gráfico 11.3

Capítulo 12

Conclusiones Generales

Si bien el alcance de la muestra considerada en el presente documento, no es significativo estadísticamente, si nos permite obtener una visión del comportamiento de los empresarios y a través de ello realizar algunas inferencias.

En base a los datos recogidos a través de la encuesta se pudo identificar que el capital captado a través del mercado de capitales local es utilizado como capital operativo. Es más aún, aquellas empresas que utilizan a la bolsa como fuente de financiamiento para inversiones en activos fijos, utilizan una parte importante del total del capital recibido para inversiones de capital operativo.

Las respuestas obtenidas sobre el destino de las inversiones realizadas, nos dan el indicio que ese capital es utilizado para realizar compras de inventario u otorgar mayores plazos a sus clientes y transferir los costos financieros.

Esto no lleva a considerar que utilizan esta fuente de financiamiento porque es más "barata". Las empresas identifican la posibilidad de realizar arbitrajes de tasas de interés y de este modo obtener financiación a un costo menor. Esto es totalmente natural y es además una de las funciones de los mercados de capitales, generar un mercado en donde agentes con exceso de liquidez puedan "prestar" ese dinero a tasas de interés ventajosas, a quienes estén necesitando liquidez en un momento determinado.

Si bien los indicadores de competitividad analizados presentan un panorama sombrío respecto a las condiciones generales del país, al parecer la percepción de los empresarios no es tan pesimista, y esto se ve reflejado en el volumen total de operaciones transadas cada año.

Por otra parte las empresas que operan en la bolsa de valores presentan características interesantes, como ser actualización y transparencia en su información contable-financiera. Atractivos niveles de rentabilidad, liquidez y endeudamiento.

Otro aspecto importante de destacar que siempre es comentado, es que las bolsas sirven de barómetro para medir la situación económica de un país, en nuestro país no es muy aceptado esto ya que se considera que la bolsa es muy pequeña, y está poco desarrollada. Pero también con este trabajo se ha descubierto y quizás sea el aporte más importante, que durante el período considerado existe una alta correlación entre los índices bursátiles y los niveles agregados de inversión bruta fija. Esto nos permite señalar y siempre y cuando esta relación persista; que si se conoce como oscila el índice de la bolsa podemos estimar el comportamiento de la inversión a nivel global. Este dato no sólo es importante para inversores, ya que permite tomar decisiones más acertadas (identificando los sectores crecientes), sino también para hacedores de políticas, ya que pueden orientar sus acciones hacia esos sectores con crecimiento y de esta forma dinamizar toda la economía.

De aquí surge otra interrogante, acaso si bien son pocas las empresas que operan en la bolsa ¿son justamente éstas algunas de las más grandes del país, y de ser así pueden de hecho estar moviendo los indicadores globales de inversión?

Es gratificante pensar que esta investigación puede sentar las bases para futuras investigaciones, al respecto se sugieren las siguientes líneas de investigación:

- Verificar la validez fuera del período estudiado del comportamiento de los niveles de inversión y los índices bursátiles.
- Contrastar esa información con variables no económicas, como ser inestabilidad política, períodos pre-eleccionarios.
- Analizar la incidencia que tienen las empresas registradas en la bolsa de valores, con relación al sector en que operan (por ejemplo su participación en el PIB sectorial).
- Análisis de datos cualitativos, obtenidos a través de encuestas pueden permitir tener una fuente de datos confiable y de esta forma explicar fenómenos económicos.
- Realizar encuestas con cierta periodicidad (trimestral por ejemplo), que permitan identificar las expectativas y las tendencias empresariales, a fin de tener un panorama de la situación económica y analizar la influencia de shocks externos o situaciones coyunturales.

Referencias

- "XXVII Encuesta Empresarial Informe de Resultados". Diciembre, 2005. Asociación de Investigación y Estudios Sociales.
- Aguilera Alfred, Nelson. "Indicadores de Confianza y su Relación con Variables Económicas". Noviembre 2002.
- Angelelli, Pablo – Betancourt, Ana-Mita – Bevine, Kelle – Chrisney, Martin – Crabbe, Carolin – Hewlett-Jobes, Kathryn – Manrique, Roberto – Masci, Pietro – Nolet, Gijs – Roldán, Jorge – Schulz, Hans y Vives, Antonio. Marzo 2004. "Estrategia de Desarrollo del Sector Privado". Banco Interamericano de Desarrollo. Corporación Interamericana de Inversiones. Fondo Multilateral de Inversiones.
- Bajo-Rubio and López-Pueyo, Carmen. "Foreing Direct Investment in a Process of Economic Integration: The Case of Spanish Manufacturing, 1986-1992". February 2002. Asociación Española de Economía y Finanzas Internacionales – Fundación de Estudios de Economía Aplicada. Documentos de Economía y Finanzas Internacionales.
- Bernheim, Douglas and Rangel, Antonio. 2004. "Emotions, Cognition, and Savings: Theory and Policy". Mimeo, Stanford University.
- Bhaumik, Sumon K. – Beena, P. L. – Bhandari, Laveesh and Gokarn, Subir. April 2003. Survey of FDI in India. Centre For New And Emerging Markets London Business School.
- Blomström, Magnus & Kokko, Ari. "The Economics of Foreing Direct Investment Incentives". January 2003. Stockholm School of Economics. Working Paper N° 168.
- "Business Climate Indicator For The Euro Area (Presentation Paper)". 2000. European Commision Directorate-General For Economic And Financial Affairs.
- "Business And Consumer Survey Results". March 2006. European Commision Directorate-General For Economic And Financial Affairs.
- Cesaroni, Tatiana – Malgarini, Marco e Rocchetti, Gaia. "L'inchiesta ISAE sugli investimenti delle imprese manifatturiere ed estrattive aspetti metodologici e risultati". Aprile 2005. Istituto Di Studi E Analisi Economica. Working paper No 50
- Chari, Anusha and Henry, Peter Blair. April 2006. "Firm-Specific Information And The Efficiency Of Investment". National Bureau Of Economic Research. Working Paper 12186
- Chamley, Christophe. July 19, 2005. "Complementarities in Information Acquisition With Short Term Trade". Boston University. PSE and CREST.
- DeLong, J.B. – Shleifer, A – Summers, L. H. and Waldmann, R. J. 1990. "Noise Trader Risk in Financial Markets". Journal of Political Economy 98.

- D'Elia, Enrico. September 2005. "Using the results of qualitative surveys in quantitative analysis". Istituto Di Studi E Analisi Economica. Working paper N° 56
- "Encuesta del Ambiente de Negocios 2006. Ciudad de Dallas". 2006. Oficina de Desarrollo Económico Ayuntamiento de Dallas. City of Dallas.
- "Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado: Diciembre de 2001". Diciembre 2001. Banco de México.
- "Encuesta sobre Inversión de las Empresas". Setiembre 2005. Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas. Ernst & Young
- "Ease of doing business and Appendix". 2006. The World Bank.
- "Expectativas del Sector Privado". Marzo 28, 2000. Banco de Mejioco. Dirección General de Investigación Económica.
- Farmer, Roger. 1996. "Animal Spirits"
- Fernández-Otheo, Carlos Manuel y Myro, Rafael. Noviembre 2002. "Desinversión de Capital Extranjero en la Industria española, 1993-2002". Universidad Complutense de Madrid. Facultad de Económicas. Departamento de Economía Aplicada II. FEDEA.
- Flaherty, Diane – Caceres, Oscar – Shelley, Barry – Keswell, Malcolm – Keswell, Justine y Serafíni, Veronica. "Estructura y Producción Industrial Paraguaya". Informe para el UNDP (Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo), Asunción, Paraguay
- Fraga, Erica and Smulders, Ondine. March 23rd 2006. "Country Profile 2006 Paraguay. TheEconomist Intelligence Unit.
- Fraga, Erica and Smulders, Ondine. 2006. "Country Risk Service May 2006". The Economist Intelligence Unit.
- Friedman, Milton. 1953. "The methodology of positive economics". Essays in Positive Economics. University of Chicago Press.
- Keynes, John Maynard. December 1935. "The General Theory Of Employment, Interest And Money". A Project Gutenberg of Australia eBook (Feb-2003).
- Klein, Michael – McLiesh, Caralee – Djankov, Simeon. "Doing Business in 2006". Creating Jobs. 2006. The World Bank. International Finance Corporation.
- Hommes, Cars. January 2006. "Interacting Agents in Finance". University of Amsterdam.
- "Industria Nacional 2005 2006 Situación y Perspectiva". Marzo 2006. Ministerio de Industria y Comercio. Asunción, Paraguay.
- "Informe de Gestión 2005". 2005. Ministerio de Industria y Comercio.
- Lora, Eduardo – Boudillon, César Patricio y Fierro, Luis. Agosto 2003. "Competitividad Documento de Estrategia". Banco Interamericano de Desarrollo. Washington DC

- Loewenstein, George and O'Donoghue, Ted. May, 2005. "Animal Spirits: Affective and Deliberative Processes in Economic Behavior". Carnegie Mellon University - Cornell University
- Magendzo, Igal. Diciembre 2004. "Determinantes de la Inversión en Chile". Banco Central de Chile. Documentos de Trabajo. N° 303.
- "Memoria Anual". 2005. Comisión Nacional de Valores. Asunción, Paraguay.
- "Molina, Pablo y Cabezón, Ezequiel". Marzo 2006. "Paraguay Situación Económica y Perspectivas". Banco Interamericano de Desarrollo.
- "Moody's Investor Service". January 2006. Global Credit Research. Moody's.
- Nguyen, Ha D. 2006. Policies and Institutions Underpinning Economic Growth. World Economic Forum.
- Peroni Sosa, Tellechea Burt y Narvaja. 2004. "Doing in business Paraguay 2004"
- "Primer Estudio de Clima de Inversión en Chile". Septiembre 9, 2004. Instituto Nacional de Estadísticas (INE).
- "Resumen Ejecutivo sobre la Situación del Mercado de Valores Año 2005". 2005. Comisión Nacional de Valores. Asunción, Paraguay
- Reyes, Omar and Puch, Luis. May 2004. "Patterns of Investment in Spanish Manufacturing Firms". Universidad Complutense de Madrid. Facultad de Económicas. Departamento de Economía Aplicada II. FEDEA.
- Roman, Gustavo. Diciembre 2004. "Datos Estadísticos Año 2004" BVPASA – Departamento de Operaciones.
- Secco, Luis – Adem, Alejandro y Domínguez Dib, Sebastián. 2005. "Barómetro de Empresas" Numero 1. Deloitte.
- Serieux, John – Masi, Fernando – Caballero, Manuel y Cresta, Juan. Diciembre 19, 2005. "Efectos de Los Desalineamientos Cambiarios y de Tasas de Interés: Un Análisis A Nivel Empresarial y Bancario En Paraguay". Centro de Análisis y Difusión de la Economía Paraguaya.
- Shefrin, Hersh and Thaler, Richard. 1988. "Toward a Positive Theory of Consumer Choice". Journal of Economic Behavior and Organization.
- Singh, Harinder and Jun, Kwang. November 1995. Determinants of FDI in Developing Countries". The World Bank. International Economics Department. International Finance Division. Policy Research Working Paper 1531.
- "Sovereign Ratings List". January 6, 2006. Moody's Investors Service. Global Credit Research.
- Schwab, Klaus and López-Claro, Augusto. 2006. "The Latin America Competitiveness Review 2006. Paving the Way for Regional Prosperity". World Economic Forum.

- Thakor, Anjar and Whited, Toni. March 3, 2005. "Disagreement, Animal Spirits and Investment". Washington University – University of Wisconsin.
- Wolfers, Justin and Zitzewitz, Eric. February 2006. "Five Open Questions About Prediction Markets". National Bureau Of Economic Research. Working Paper 12060

Anexo I

I.1 Metodología empleada por EIU

A partir de mes de abril de 2006, el servicio de riesgo país de EIU, sufrió leves modificaciones en la metodología, en donde el nuevo modelo se centra en el *riesgo de la deuda soberana*, el *riesgo monetario* y el *riesgo del sector bancario*. Pero no por ello deja de lado, los indicadores de *riesgo político*, de *estructura económica* y la *calificación global*. La escala de medición es de 0 a 100 (a mayores valores mayor es el riesgo), pero las bandas entre las que fluctúan estos valores fueron ajustadas a fin de permitir una comparación mucho más cómoda con las principales calificadoras de riesgo internacionales.

Las calificaciones ajustadas de acuerdo a la nueva metodología son:

Puntaje	0 10	11 20	21 30	31 40	41 50	51 60	61 70	71 80	81 90	91 100
Modelo Antiguo	A	A	B	B	C	C	D	D	E	E
Nuevo Modelo	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	D
S & P and Fitch	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	D
Moody's	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca	C	D

Fuente: EIU - Risk Country Report May-06

Tabla I.1

I.2 Principales áreas evaluadas:

- **Riesgo Soberano:** mide el grado de deterioro en el que el pago del principal o intereses está garantizado, evalúa tanto deuda local como externa. Este indicador está formado por la combinación de variables políticas, cíclicas, estructurales y de políticas públicas.
- **Riesgo Monetario:** mide el riesgo de devaluación frente a alguna moneda fuerte (dólar o euro), en el cual el valor sea superior al 25% en un período de 12 meses. Este indicador está formado por la combinación de variables políticas, cíclicas, estructurales y de políticas públicas.
- **Riesgo del Sector Bancario:** evalúa la posibilidad de una crisis sistémica, en donde los bancos que tienen el 10% de los activos bancarios puede incurrir en insolvencia. No contemple iliquidez temporal y está asociado generalmente con dificultades corporativas o de determinados sectores. Este indicador está formado por la combinación de variables políticas, cíclicas, estructurales y de políticas públicas.
- **Riesgo Político:** valora factores relacionados con la efectividad y estabilidad política, que pueden afectar el pago de pago de servicios a la deuda o causar inestabilidad en mercados internacionales de cambio. Este indicador recibe como insumo los resultados de indicadores de deuda soberana, riesgo monetario y riesgo del sistema bancario
- **Riesgo de la Estructura Económica:** está compuesto de una serie de variables macroeconómicas, que son más bien estructurales que cíclicas. Este indicador recibe como insumo los resultados de indicadores de deuda soberana, riesgo monetario y riesgo del sistema bancario.

- *Riesgo Global del País*: está compuesto simplemente del promedio simple de los resultados obtenidos de deuda soberana, riesgo monetario y riesgo del sector bancario.

PARAGUAY - Mayo 2006		
Puntajes de Riesgo		
I.	Riesgo Político	34
Estabilidad Política		15
01.	Guerra	3
02.	Malestar Social	4
03.	Traspaso de Mando ordenado	3
04.	Violencia Motivada Políticamente	2
05.	Disputas Internacionales	3
Efectividad Política		19
06.	Alternancia de Gobierno/A favor-Negocios	2
07.	Efectividad Insitucional	3
08.	Burocracia	4
09.	Transparencia/Imparcialidad	4
10.	Corrupción	3
11.	Crimen	3

Tabla 1.2

PARAGUAY - Mayo 2006		
Puntajes de Riesgo		
II.	Política Económica	47
	Monetaria	20
12.	Tasa de Inflación	1
13.	Orientación de la Inflación	1
14.	Políticas Favorables a los Ahorristas	4
15.	Capacidad de alzar tipos de interés	2
16.	Estabilidad Monetaria	3
17.	Uso de Instrumentos Indirectos	2
18.	Tasas Reales de Préstamos	4
19.	Escenario Auge/Decadente	0
20.	Liberalización Financiera	3
	Fiscal	5
21.	Balance del Presupuesto del Sector Público Balance/PIB	1
22.	Déficits acumulados en el Presupuesto del Sector Público	0
23.	Habilidad del Gobierno para generar ingresos	3
24.	Deuda Pública/PIB	0
25.	Orientación de Deuda Pública/PIB	1
	Tipo de Cambio	6
26.	Apreciación Real	2
27.	Preocupación depreciación Real	1
28.	Régimen de Tipo de Cambio	1
29.	Perspectivas sobre el Tipo de Cambio	1
30.	Expectativas sobre el Régimen Cambiario	1
31.	Intereses Diferenciales	0
32.	Mercado Negro/Tasa de Cambio Dual	0
	Comercio	5
33.	Liberalización del Comercio	3
34.	Exportaciones/PIB	2
	Regulación	11
35.	Datos Oficiales (calidad/puntualidad)	3
36.	Políticas de Atracción de Capital Extranjero	3
37.	Actitud Popular a la Atracción de Capital Extranjero	3
38.	Restricciones a transferencias	2

Tabla I.3

PARAGUAY - Mayo 2006		
Puntajes de Riesgo		
III.	Estructura Económica	66
	Global	11
39.	Tasa de Interés de Corto Plazo	4
40.	Crecimiento Real del PIB Internacional	1
41.	Ayuda Financiera Internacional	3
42.	Efecto de Contagio	3
	Crecimiento	17
43.	Ahorro Nacional/PIB	3
44.	Inversión en Activos Fijos/PIB	4
45.	Sistema de Pensión	4
46.	Efectividad de la Inversión	2
47.	Crecimiento real del PIB, promedio	2
48.	Crecimiento real del PIB, último año	2
49.	Crecimiento real del PIB, volatilidad	0
	Cuenta Corriente	15
50.	Déficits acumulados en Cta. Cte.	2
51.	Dirección Cta. Cte.	4
52.	Magnitud Cta. Cte.	3
53.	Déficit Cta. Cte, consumo/manejo de la inversión	1
54.	Confianza en exportación de materias primas	0
55.	Confianza en una única categoría de exportación	2
56.	Carta de pago Exportaciones, tasa de crecimiento anual	3
	Deuda	4
57.	Historial de Incumplimiento	3
58.	Deuda Externa Total/exportaciones	0
59.	Ratio de Servicio a la deuda	1
60.	Intereses atrasados/exportaciones	0
	Estructura Financiera	19
61.	Declinación de precios de activos	0
62.	Desempeño de activos de los bancos	2
63.	Incidencia de la quiebra de mayores bancos	3
64.	Clasificaciones	4
65.	Confianza en el deuda externa	4
66.	Corrupción en el sector bancario	3
67.	Participación del Gobierno en el Sector Bancario	3

Tabla I.4

PARAGUAY - Mayo 2006		
Puntajes de Riesgo		
IV.	Liquidez	23
68.	Deuda Externa de Corto Plazo/Exportaciones	2
69.	% Oficial de Declinación de reservas, actual	1
70.	% Oficial de Declinación de reservas, pronóstico	1
71.	Inversión Directa Neta/requerimientos financieros	2
72.	Cobertura importaciones	3
73.	Ratio Recursos/Gastos	2
74.	% Neto flujo portfolio/requerimientos financieros	4
75.	\$ M2/Reservas	1
76.	Acceso al Mercado de Capitales	3
77.	Deuda Interna, estructura de maduración	4

Fuente: EIU - Risk Country Report

Tabla I.5

Anexo II

II.1 Indicadores Críticos de acuerdo a Doing Business (Banco Mundial)

País	Apertura de una empresa				Trámite de licencias		
	Número de procedimientos	Tiempo (días)	Costo (% del ingreso per cápita)	Capital mínimo (% del ingreso per cápita)	Número de procedimientos	Tiempo (días)	Costo (% del ingreso per cápita)
Promedio	13,9	70,9	56,6	23,2	16	260,1	258,9
Chile	9	27	10,3	0	12	191	125,2
Argentina	15	32	13,4	6,6	23	288	47,9
Uruguay	11	45	43,9	151,7	17	146	95
Paraguay	17	74	147,8	0	15	273	544,5
Bolivia	15	50	154,8	4,1	13	187	268,2
Brasil	17	152	10,1	0	19	460	184,4
Venezuela	13	116	15,7	0	13	276	547,2

País	Contratación y despido de trabajadores				Registro de la propiedad				
	Dificultad del Índice de contratación	Índice de inflexibilidad en los horarios	Dificultad del Índice de despido	Índice de rigidez laboral	Costos por contratar (% de salario)	Costos por despido (salarios semanales)	Número de procedimientos	Tiempo (días)	Costo (% del valor de la propiedad)
Promedio	46,7	60	20	42,3	18	82,8	7,9	51,6	4,3
Chile	33	20	20	24	3,4	51,3	6	31	1,3
Argentina	44	60	40	48	30,4	94	5	44	8,3
Uruguay	33	60	0	31	20	25,8	8	66	7,1
Paraguay	56	60	60	59	16,5	99	7	48	2
Bolivia	61	60	0	40	14	98	7	92	5
Brasil	67	80	20	56	26,8	165,3	15	47	4
Venezuela	33	80	0	38	14,7	46,4	7	33	2,1

País	Obtención de crédito				Protección a los inversores			
	Índice de derechos de deudores y acreedores	Índice de información crediticia	Cobertura de registros públicos (% de adultos)	Cobertura de organismos privados (% de adultos)	Índice de divulgación de la información	Índice de responsabilidad del director	Índice de presentación de demandas de los accionistas	Índice de protección del inversionista
Promedio	3,3	5,1	17	46,8	4,7	4,1	5,6	4,8
Chile	4	6	45,7	22,1	8	4	5	5,7
Argentina	3	6	22,1	95	7	2	7	5,3
Uruguay	4	5	5,5	80	3	4	8	5
Paraguay	3	6	8,7	52,2	6	5	6	5,7
Bolivia	3	4	10,3	24,6	1	5	7	4,3
Brasil	2	5	9,6	53,6	5	7	4	5,3
Venezuela	4	4	16,8	0	3	2	2	2,3

País	Pago de impuestos			Comercio transfronterizo					
	Pagos (número)	Tiempo (horas)	Totalidad de impuestos (% beneficio bruto)	Documentos para exportar (número)	Firmas para exportar (número)	Tiempo para exportar (días)	Documentos para importar (número)	Firmas para importar (número)	Tiempo para importar (días)
Promedio	37,4	883,4	74,8	7,7	8,4	31,1	10,4	11,6	34,9
Chile	8	432	46,7	6	7	23	8	8	24
Argentina	35	580	97,9	6	6	23	7	9	30
Uruguay	54	300	80,2	9	10	22	9	12	25
Paraguay	33	328	37,9	9	7	34	13	11	31
Bolivia	41	1.080	64	9	15	43	9	16	49
Brasil	23	2.600	147,9	7	8	39	14	16	43
Venezuela	68	864	48,9	8	6	34	13	9	42

País	Cumplimiento de contratos			Liquidación de una empresa			Características de la economía		
	Número de procedimientos	Tiempo (días)	Costo (% de la deuda)	Tiempo (años)	Costo (% del patrimonio)	Tasa de recuperación (centavos por dólar)	INB per cápita (US\$)*	Economía informal estimado (% PIB)*	Población (millones)*
Promedio	36,7	473,1	19,5	4,3	15	20,8	3.117,10	39,5	39
Chile	28	305	10,4	5,6	14	23,1	4.910	19,8	15,8
Argentina	33	520	15	2,8	14	34,9	3.720	25,4	36,8
Uruguay	39	620	25,8	2,1	7	30,7	3.950	51,1	3,4
Paraguay	46	285	30,4	3,9	9	13,4	1.170	..	5,6
Bolivia	47	591	10,6	1,8	14	37	960	67,1	8,8
Brasil	24	546	15,5	10	9	0,5	3.090	39,8	177
Venezuela	40	445	28,7	4	38	6,1	4.020	33,6	25,7

Tabla II.1

Anexo III

III.1 Metodología de Evaluación de las principales calificadoras de riesgo

III.1.1 Metodología Moody

Clasificación de Largo Plazo

Aaa	Mínimo Riesgo
Aa1	Muy Bajo Riesgo
Aa2	Muy Bajo Riesgo
Aa3	Muy Bajo Riesgo
A1	Bajo Riesgo
A2	Bajo Riesgo
A3	Bajo Riesgo
Baa1	Riesgo Moderado
Baa2	Riesgo Moderado
Baa3	Riesgo Moderado
Ba1	Riesgo Substancial
Ba2	Riesgo Substancial
Ba3	Riesgo Substancial
B1	Riego Alto
B2	Riego Alto
B3	Riego Alto
Caa1	Muy Alto Riesgo
Caa2	Muy Alto Riesgo
Caa3	Muy Alto Riesgo
Ca	Incumplimiento, o cercano pero con perspectivas de recuperar principal e intereses
C	Incumplimiento, con pocas perspectivas de recuperar principal e intereses

Clasificación Adicional

1	Alto nivel en la clasificación
2	Medio nivel en la clasificación
3	Bajo nivel en la clasificación

Clasificación de Corto Plazo

P-1	Evaluado Prima-1 tiene una capacidad superior de repago en las obligaciones de corto plazo
P-2	Evaluado Prima-2 tiene alta capacidad de repago en las obligaciones de corto plazo
P-3	Evaluado Prima-1 tiene aceptable capacidad de repago en las obligaciones de corto plazo
NP	Evaluado Sin Prima no está dentro de ninguna de las clasificaciones de Prima

III.1.2 Metodología S&P

Clasificación de Largo Plazo

AAA	Extremadamente alta capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
AA	Muy alta capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
A	Alta capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
BBB	Adecuada capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
BB	Moderada capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
B	Débil capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
CCC	Muy débil capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
CC	Muy débil capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
C	Muy débil capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
D	Incumplimiento

Símbolos (+,-) significan superiores o inferiores

Muy débil capacidad de cumplimiento de compromisos financieros

Clasificación de Corto Plazo

A-1	Alta capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
A-2	Satisfactoria capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
A-1	Adecuada capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
B	Capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
C	Actualmente alta vulnerabilidad al cumplimiento de compromisos financieros
R	Supervisión Regulatoria
SD/D	Incumplimiento Selectivo/Incumplimiento

III.1.3 Metodología Ficta

Clasificación de Largo Plazo

AAA	Excepcionalmente alta capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
AA	Muy alta capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
A	Alta capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
BBB	Buena capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
BB	Moderada capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
B	Débil capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
CCC	Muy débil capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
CC	Muy débil capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
C	Muy débil capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
RD	Incumplimiento Selectivo
D	Incapacidad de cumplimiento a compromisos financieros

Símbolos (+,-) significan superiores o inferiores

Clasificación de Corto Plazo

F1	Alta capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
F2	Moderadamente Alta capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
F3	Moderada capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
B	Débil capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
C	Muy débil capacidad de cumplimiento de compromisos financieros
D	Incapaz de cumplir con compromisos financieros

Anexo IV

IV.1 Cuadros Comparativos de Evolución de Calificación de Deuda Soberana (calificadoras S&P y Fitch)

ARGENTINA										
Fecha	S&P Moneda Local		S&P Moneda Extranjera		Perspectiva	Fecha	Fitch Moneda Extranjera		Fitch Moneda Local	Perspectiva
	Largo Plazo	Corto Plazo	Largo Plazo	Corto Plazo			Largo Plazo	Corto Plazo	Largo Plazo	
01-Jun-05	B-	C	B-	C	EEstable	03-Jun-05	DDD	B	B-	Estable
12-Feb-02	SD	SD	SD	D	NM	14-Ene-05	D	D	B-	—
06-Nov-01	SD	C	SD	C	NM	17-Jun-04	DDD	D	B-	—
30-Oct-01	CC	C	CC	C	Negativa	26-Abr-04	DDD	C	B-	—
09-Oct-01	CCC+	C	CCC+	C	Negativa	04-Ene-02	DDD	C	C	—
12-May-01	B-	C	B-	C	Negativa	03-Dic-01	DDD	D	DDD	—
06-Jun-01	B	C	B	C	Negativa	06-Nov-01	C	C	C	Se observa Negativa
08-May-01	B	C	B	C	Se observa Neg.	02-Nov-01	CC	C	CC	Se observa Negativa
26-Mar-01	B+	B	B+	B	Se observa Neg.	12-Oct-01	CCC-	C	CCC-	Negativa
19-Mar-01	BB	B	BB-	B	Se observa Neg.	11-Jul-01	B-	B	B-	Negativa
14-Nov-00	BB	B	BB-	B	Estable	28-Mar-01	B+	B	B+	Se observa Negativa
31-Oct-00	BBB-	A-3	BB	B	Se observa Neg.	20-Mar-01	BB-	B	BB	Se observa Negativa
10-Feb-00	BBB-	A-3	BB	B	Estable	21-Sep-00	BB	B	BB+	Negativa
22-Jul-99	BBB-	A-3	BB	B	Negativa	03-Dic-97	BB	B	BB+	—
02-Abr-97	BBB-	A-3	BB	B	Estable	28-May-97	BB	B	—	—
08-Mar-95	BBB-	A-3	BB-	B	Estable					
01-Sep-94	BBB-	A-3	BB-	B	Positiva					
22-Ago-94	—	A-3	BB-	B	Positiva					
04-Feb-94	—	—	BB-	—	Positiva					
25-Ago-93	—	—	BB-	—	Positiva					

BOLIVIA										
Fecha	S&P Moneda Local		S&P Moneda Extranjera		Perspectiva	Fecha	Fitch Moneda Extranjera		Fitch Moneda Local	Perspectiva
	Largo Plazo	Corto Plazo	Largo Plazo	Corto Plazo			Largo Plazo	Corto Plazo	Largo Plazo	
07-Jun-05	B-	C	B-	C	Negativa	17-Jun-05	B-	B	B-	Negativa
05-Ago-04	B-	C	B-	C	Estable	17-Mar-04	B-	B	B-	Estable
20-Oct-03	B-	C	B-	C	Negativa					
20-Ago-03	B	C	B	C	Estable					
26-Feb-03	B	C	B	C	Negativa					
17-Dic-02	B+	B	B+	B	Negativa					
18-Oct-00	BB	B	B+	B	Estable					

BRAZIL										
Fecha	S&P Moneda Local		S&P Moneda Extranjera		Perspectiva	Fecha	Fitch Moneda Extranjera		Fitch Moneda Local	Perspectiva
	Largo Plazo	Corto Plazo	Largo Plazo	Corto Plazo			Largo Plazo	Corto Plazo	Largo Plazo	
17-Sep-04	BB	B	BB-	B	Estable	12-Oct-05	BB-	B	BB-	Positiva
11-Dic-03	BB	B	B+	B	Positiva	28-Sep-04	BB-	B	BB-	Estable
29-Abr-03	BB	B	B+	B	Estable	06-Nov-03	B+	B	B+	Estable
02-Jul-02	BB	B	B+	B	Negativa	03-Jun-03	B	B	B	Positiva
09-Ago-01	BB+	B	BB-	B	Negativa	10-Mar-03	B	B	B	Estable
03-Ene-01	BB+	B	BB-	B	Estable	21-Oct-02	B	B	B	Negativa
20-Feb-00	BB	B	B+	B	Positiva	01-Ago-02	B+	B	B+	Se observa Negativa
09-Ene-99	BB-	B	B+	B	Estable	20-Jun-02	B+	B	B+	Negativa
14-Ene-99	BB-	B	B+	B	Negativa	17-Jul-01	BB-	B	B+	Negativa
10-Sep-98	BB+	B	BB-	B	Negativa	21-Sep-00	BB-	B	B+	Estable
02-Abr-97	BB+	B	BB-	B	Estable	19-May-00	BB-	B	B+	—
19-Jun-96	BB	—	B+	—	Positiva	22-Feb-00	B+	B	B+	—
20-Dic-95	—	—	B+	—	Positiva	26-Ene-99	B	B	B+	—
18-Jul-95	—	—	B+	—	Estable	03-Dic-97	B+	B	B+	—
01-Dic-94	—	—	B	—	Positiva	26-Oct-95	B+	B	BB-	—
						01-Dic-03	B+	—	—	—

CHILE										
Fecha	S&P Moneda Local		S&P Moneda Extranjera		Perspectiva	Fecha	Fitch Moneda Extranjera		Fitch Moneda Local	Perspectiva
	Largo Plazo	Corto Plazo	Largo Plazo	Corto Plazo			Largo Plazo	Corto Plazo	Largo Plazo	
14-Ene-04	AA	A-1+	A	A-1	Estable	28-Mar-05	A	F1	A+	Estable
16-Abr-02	AA	A-1+	A-	A-1	Positiva	02-Feb-02	A	F1	A+	Positiva
11-Jul-95	AA	A-1+	A-	A-1	Estable	24-Feb-03	A-	F1	A+	Estable
21-Dic-93	AA	—	BBB+	—	Estable	21-Sep-00	A-	F1	AA-	Estable
30-Nov-92	AA	—	BBB	—	Estable	03-Dic-97	A-	F1	AA-	—
17-Ago-92	—	—	BBB	—	Estable	25-Nov-96	A-	F1	AA	—
						26-Oct-95	A-	F1	—	—
						30-Ago-95	A-	—	—	—
						10-Nov-94	BBB+	—	—	—

PARAGUAY											
Fecha	S&P					Perspectiva	Fecha	Fitch			
	Moneda Local		Moneda Extranjera		Perspectiva			Moneda Extranjera		Moneda Local	Perspectiva
	Largo Plazo	Corto Plazo	Largo Plazo	Corto Plazo				Largo Plazo	Corto Plazo	Largo Plazo	
26-Jul-04	B-	C	B-	C	Estable	—	—	—	—	—	
23-Dic-03	CCC	C	SD	SD	NM	—	—	—	—	—	
12-Feb-03	CCC	C	SD	SD	NM	—	—	—	—	—	
27-Nov-02	B	C	B-	C	Negativa	—	—	—	—	—	
25-Jun-99	BB-	B	B	C	Negativa	—	—	—	—	—	
03-Feb-99	BB+	B	B+	B	Negativa	—	—	—	—	—	
19-Nov-98	BBB-	A-3	BB-	B	Negativa	—	—	—	—	—	
23-Oct-95	BBB-	—	BB-	—	Estable	—	—	—	—	—	

URUGUAY											
Fecha	S&P					Perspectiva	Fecha	Fitch			
	Moneda Local		Moneda Extranjera		Perspectiva			Moneda Extranjera		Moneda Local	Perspectiva
	Largo Plazo	Corto Plazo	Largo Plazo	Corto Plazo				Largo Plazo	Corto Plazo	Largo Plazo	
21-Jul-04	B	B	B	B	Estable	07-Mar-05	B+	B	BB-	Estable	
02-Jun-03	B-	C	B-	C	Estable	29-Mar-04	B	B	B+	Estable	
16-May-03	CCC	C	SD	SD	—	17-Jun-03	B-	B	B	Estable	
10-Abr-03	CC	C	CC	C	Negativa	16-May-03	DDD	D	B	—	
11-Feb-03	CCC	C	CCC	C	Negativa	10-Abr-03	C	C	CCC-	—	
21-Nov-02	B-	C	B-	C	Negativa	12-Mar-03	CCC-	C	CCC-	Negativa	
26-Jul-02	B	B	B	B	Negativa	07-Ene-03	B-	B	B	Negativa	
14-May-02	BB-	B	BB-	B	Negativa	30-Jul-02	B	B	B	Negativa	
14-Feb-02	BBB-	A-3	BB+	B	Negativa	28-May-02	B+	B	BB-	Se observa Negativa	
11-Ene-02	BBB+	A-2	BBB-	A-3	Negativa	13-Mar-02	BB+	B	BBB-	Negativa	
18-Jun-97	BBB+	A-2	BBB-	A-3	Estable	23-Jul-01	BBB-	F3	BBB+	Negativa	
22-Nov-95	BBB	A-2	BB+	—	Estable	21-Sep-00	BBB-	F3	BBB+	Estable	
14-Feb-94	—	—	BB+	—	Estable	19-May-00	BBB-	F3	BBB+	—	
						23-Ene-97	BBB-	F3	—	—	
						14-Ene-97	BB+	B	—	Se observa Positiva	
						26-Oct-95	BB+	B	—	—	
						18-Ene-95	BB+	—	—	—	

Tabla IV.1

Anexo V

El propósito general de esta encuesta es comprender las condiciones del ambiente de inversión en el país e identificar el patrón de inversiones de aquellas empresas que recurren al mercado de capitales. El objetivo es únicamente con fines académicos y de investigación.

Solicitamos responder a las preguntas de manera más precisa posible. **Toda la información obtenida a través de esta encuesta será tratada con estricta reserva y confidencialidad. Ni su nombre, ni el de su empresa, serán usados en ningún documento que se elabore a partir de esta encuesta.**

Características de la empresa:

Origen del Capital (en caso de aplicar marcar más de una opción)

Nacional Extranjero Mercado de Capitales

¿Porcentaje de sus ventas dedicado a la exportación?

0-25% 26-50% 51-75% 76-100%

Destino de las exportaciones

MERCOSUR Europa Latinoamérica EE.UU. Asia Otro

Con relación al año anterior dichas exportaciones y en qué porcentaje

Aumentaron _____%

Disminuyeron _____%

Se mantuvieron

En el caso de no ser exportador ¿tiene pensado hacerlo?

Si _____ (en aproximadamente cuanto tiempo _____)

No

Cual sería la proporción de insumos utilizados en su industria

Nacional _____%

Importado _____%

Como calificaría la disponibilidad de mano de obra en el sector en que opera:

Abundante

Lo requerido

Insuficiente

Las inversiones realizadas en los 2 últimos años en su empresa fueron para....?

Capital de Trabajo

Inversiones Fijas

Estas inversiones, buscaban:

Aumento de la Producción Mayor Rentabilidad

Mejorar la calidad

Adecuación Normas Medioambientales

Otros (.....)

Sus inversiones en comparación con el año pasado...

Aumentaron _____%

Se mantuvieron

Disminuyeron _____%

En caso de no haber realizado inversiones esto se debió a que...

No consideró necesario

Alto costo financiero

Incertidumbre

_____Otros

La estrategia de inversión adoptada fue para:

___ Hacer frente a la inversión de la competencia

___ Atender mercados externos

___ Atender mercado local

___ Apalancamiento Financiero

___ Aprovechar debilidades o salida de competidores

Otros _____

Que tipo de inversiones realizó y por que monto... U\$D?

_____ Maquinarias y equipos

_____ Procesos y O&M

_____ Construcciones y Terrenos

_____ Investigación y Desarrollo

_____ Inventarios

_____ Capital de trabajo

_____ Capacitación de RR.HH

Otros _____

_____ Ninguna

Si Ud. pudiera empezar de nuevo en ¿Dónde ubicaría su empresa? (país y ciudad)

Si tuviera que elegir una de las siguientes estrategias para el próximo año, ¿cuál sería?

___ Mantener el nivel de producción e inversión

___ Disminuir el nivel de producción e inversión

___ Aumentar el nivel de producción e inversión

___ Cerrar o trasladarla

¿Que porcentaje de su capacidad instalada está siendo hoy utilizada por su empresa?

_____%

En cuanto tiempo estima amortizar la inversión..?

1-3 años

4-6 años

7-9

10 y más

Cite 3 limitantes a su inversión

*

*

*

¿Cómo es la estructura de "governancia corporativa" en su empresa?

- Directorio conformado por miembros de la familia de los accionistas
 Directorio conformado en mayoría por ajenos a la familia de los accionistas

¿Y en cuanto a la gerencia?

- Gerencia conformada por miembros de la familia de los accionistas
 Gerencia conformada en mayoría por ajenos a la familia de los accionistas

Formación académica: (SI o NO)

- Algunos de sus miembros del Directorio poseen formación superior (maestrías)
 Algunos de sus gerentes poseen formación superior (maestrías)

Favor marcar si corresponde alguno de los ítems de abajo a su empresa:

- Sistema de procesamientos de datos totalmente informatizados (integral)
 Sistema de procesamientos de datos parcialmente informatizados
 Sistema de procesamientos de datos no informatizados

Favor marcar si corresponde alguno de los ítems de abajo a su empresa:

- Sistemas de información gerencial informatizados disponible ¿Qué tipo? _____
 Sistemas de información gerencial informatizados "no" disponible

Favor marque los tipos de asistencia técnica que considere más importante y que su empresa requiera fortalecer/mejorar:

- | | |
|--|---|
| <input type="checkbox"/> Contable | <input type="checkbox"/> Informática |
| <input type="checkbox"/> Auditoría Externa | <input type="checkbox"/> O&M |
| <input type="checkbox"/> Recursos Humanos | <input type="checkbox"/> Aspectos Tributarios |
| <input type="checkbox"/> Desarrollo Nuevos Productos | <input type="checkbox"/> Acceso a Nuevos Mercados |
| <input type="checkbox"/> Asesoría Financiera | <input type="checkbox"/> Otros (_____) |

Cite **4 condiciones generales** que usted encuentra adecuadas en el país para el desarrollo de nuevas inversiones:

- Seguridad Jurídica
 Financiamiento de corto plazo (capital de trabajo)
 Financiamiento de largo plazo (inversiones de capital)
 Mano de Obra calificada (para el rubro en que opera)
 Ubicación geográfica del país
 Estabilidad macroeconómica
 Acceso a materia prima
 Presión tributaria
 Legislación laboral
 Transparencia y formalidad de las instituciones públicas
 Oportunidades de negocios (demanda insatisfecha en su sector y rubro)
 Fletes (transporte)
 Otros (especificar _____)

Cite 3 **condiciones específicas** para el desarrollo de **su industria**

¿Conoce algún proyecto que pueda servirle de apoyo a sus inversiones o mejorar su competitividad?

¿Cuales considera son las oportunidades de negocios del futuro en el sector en que opera...?

* *
* *

La reforma fiscal....

- La favoreció
- Le perjudicó
- Aún no sabe

Como se encuentra la economía actual en general con relación:

- | <u>Un año atrás</u> | <u>Próximos años</u> |
|--------------------------------|--------------------------------|
| <input type="checkbox"/> Mejor | <input type="checkbox"/> Mejor |
| <input type="checkbox"/> Peor | <input type="checkbox"/> Peor |
| <input type="checkbox"/> Igual | <input type="checkbox"/> Igual |

Como clasificaría a las condiciones actuales de inversión para su empresa hoy?

- Buen momento
- Mal momento
- No puede precisar

Cree que estas condiciones van a...?

- Mantenerse
- Mejorar
- Empeorar

Cuáles considera productos que más se desarrollarán en los próximos 5 años?

*
*
*

Cree Ud. que las asociaciones comerciales o gremios son:

- Una oportunidad
- Un Desafío
- Un Obstáculo

Cree Ud. que el MERCOSUR:

- Una oportunidad
- Un Desafío
- Un Obstáculo