

II-2012

Informe de Política Monetaria

Banco Central del Paraguay



Prólogo

El Banco Central del Paraguay (BCP), por mandato legal, es la autoridad económica en el país encargada de diseñar la política monetaria. De acuerdo a la Ley N° 489/95, son objetivos fundamentales del BCP preservar y velar por la estabilidad del valor de la moneda y promover la eficacia y estabilidad del sistema financiero.

El BCP instrumenta la política monetaria en dos frentes para cumplir con los objetivos asignados: 1) controlando la tasa de interés, o el costo del dinero, en una perspectiva de corto plazo; y 2) controlando la oferta o la disponibilidad monetaria, con visión de mediano plazo. Este direccionamiento en las estrategias tiene como propósito influir en el desempeño de un conjunto de variables intermedias, que ejercen influencia sobre la trayectoria de la inflación, que a su vez pueda servir de marco para lograr el crecimiento con estabilidad de la economía a largo plazo.

La política monetaria del BCP estuvo centrada tradicionalmente en el control de los agregados monetarios, especialmente el más líquido denominado MO (Billetes y Monedas en Circulación), cuya trayectoria de crecimiento se establece anualmente en el programa monetario, aprobado por el Directorio del BCP.

En este sentido, los múltiples choques que afectaron a la economía en el pasado, han generado inestabilidad en la demanda de dinero y afectando con ello un prerrequisito fundamental para la optimización de

la política monetaria a través del control de agregados monetarios. Esta inestabilidad de la demanda de dinero ha jugado un rol negativo en la volatilidad de la inflación. Además, la poca profundidad del mercado de dinero, así como el nulo desarrollo del mercado secundario de títulos públicos, dificultaba al BCP adoptar en el pasado otro esquema de política monetaria.

Un enfoque monetario más moderno, actualmente denominado “Esquema de Metas de Inflación”, ha logrado reducir el nivel y la volatilidad de la inflación en los países en donde los bancos centrales adoptaron el nuevo esquema. Por esta razón, el Directorio del BCP ha anunciado el inicio del proceso de migración hacia este esquema de política monetaria.

Para el efecto, la Ley 489/95 señala que la banca central goza de autarquía administrativa y patrimonial, y autonomía normativa, que facilita la aplicación de este nuevo esquema. Sin embargo, existen otros prerrequisitos que se están implementando tendientes a cumplir con todos los requerimientos técnicos y operativos que lleven a la implementación plena del esquema de metas de inflación.

Para el logro de este propósito, el BCP realizó avances considerables que facilitarán la adopción del nuevo enfoque. Del mismo modo, y tras un diagnóstico de las principales debilidades y fortalezas para la implementación del nuevo esquema de política monetaria, llevó a cabo una serie de activi-

dades tendientes a allanar el camino para su adopción.

Conforme al proceso avanzado: en primer lugar, se propuso una agenda para el desarrollo de modelos que capturan las variables que juegan un rol activo en el proceso de transmisión de la política monetaria. Estos modelos son herramientas que ayudan a la toma de decisiones en materia de política monetaria.

En segundo lugar, se calendarizó las reuniones mensuales del Comité de Operaciones de Mercado Abierto (CEOMA), donde se presenta el análisis de la situación macro de la economía doméstica y externa relevante para el país.

En tercer lugar, una vez finalizada las reuniones, se publica un “Comunicado de la Reunión de Política Monetaria,” en la que se exponen los temas analizados y los antecedentes considerados para la toma de decisiones.

Y en cuarto lugar, se ha establecido elaborar un Informe de Política Monetaria, que

se publicarán con frecuencia semestral.

Esta adecuación al nuevo esquema, sumado a los actuales avances, como la promulgación de la Ley N° 3.974/2010 “Que define diversos aspectos del presupuesto relacionados con la política monetaria del Paraguay”, y donde se mencionan aspectos relacionados a la capitalización del Banco Central del Paraguay, permitirá conducir una política monetaria más transparente, priorizando la inflación por sobre cualquier otro objetivo.

Todos estos desarrollos apuntan a una optimización de la política monetaria de la banca central, donde el BCP ha introducido mejoras en la comunicación institucional, ha fortalecido las capacidades técnicas de las áreas involucradas, ha adecuado las disposiciones normativas para el mercado financiero y monetario, y está procediendo a la modernización legal y tecnológica del sistema de pagos.

Directorio del Banco Central del Paraguay

BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY
CALENDARIO DE PUBLICACIONES

2013/2014

	2013												2014				
	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Setiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero	Febrero	Marzo	Abril	
Mensual																	
Reuniones del CEOMA (*)	03	06	07	09	08	14	10	14	11	09	13	11		08	12	12	09
IPC (1)		01	04	02	02	03	02	01	03	02	01	03	31		03	03	02
Informe Económico Mensual (1)		01	04	02	02	03	02	01	03	02	01	03	31		03	03	01
Indicadores Financieros (1)		01	04	02	02	03	02	01	03	02	01	03	31		03	03	02
Cotización de Monedas (1)		01	04	02	02	03	02	01	03	02	01	03	31		03	03	02
Comercio Exterior (1)	07	07	08	09	07	07	05	06	06	08	05	06		07	07	07	09
Trimestral (2)																	
Cuentas Nacionales			26			21			27			20				26	
Comercio Exterior		25			24			23			26			24			
Deuda Externa			27			28			27			27				28	
Deuda SIGADE			27			28			27			27				28	
Inversión Extranjera			27			28			27			27				28	
Balanza de Pagos			27			28			27			27				28	
Semestral (3)																	
Informe de Política Monetaria				Abril					Setiembre								Abril
Anual																	
Informe Económico Preliminar												27					
Balanza de Pagos						28											
PIB-Cuentas Nacionales									27								
PIB- Estimaciones: n + 1				abril						octubre		27					abril
Comercio Exterior con Mercosur					31												

(1) Corresponde al mes inmediato anterior

(2) Corresponde al trimestre anterior

(3) Corresponde al semestre anterior

* Comité Ejecutivo de Operaciones de Mercado Abierto

Índice

1. Indicadores Económicos Seleccionados	8
2. Perspectivas de la Inflación	9
2.1. Escenario Base de Proyección	9
2.2. Proyecciones de la Inflación y Balance de Riesgos	9
3. Inflación	11
3.1. Empleo y Salarios	14
3.2. Mercado de Divisas	15
4. Entorno Internacional y Regional	17
4.1. Crecimiento Económico Mundial	17
4.2. Inflación Mundial	18
4.3. Precio Mundial de Commodities	19
5. Demanda y Actividad	22
5.1. Perspectivas del Producto Interno Bruto	22
5.2. La Demanda Agregada	24
6. Sector Externo	28
6.1. Comportamiento de la Balanza de Pagos	28
6.2. Términos de Intercambio	30
6.3. Tipo de Cambio Real Efectivo	30
6.4. Cuenta Financiera y de Capital	31
7. Finanzas Públicas	33
7.1. Ejecución Presupuestaria del Gobierno Central	33
7.2. Ingresos	33
7.3. Gastos	34
7.4. Requerimiento Financiero	34

8. Política Monetaria	35
8.1. Implementación de la Política Monetaria	36
8.2. Instrumentos de Regulación Monetaria	36
8.3. Corredor de Tasas de Interés	38
8.4. Créditos por Sectores Económicos	38
8.5. Dinero Primario y Liquidez	39
8.6. Expectativas de Variables Económicas	40
8.7. Reservas Internacionales	40
8.8. Tipo de Cambio Nominal y Compras Netas de Divisas del Sector Privado .	41

Resumen

“Para el año 2013 se pronostica un bajo crecimiento económico a nivel mundial. Se estima un crecimiento modesto para las economías avanzadas principalmente la estadounidense y algunos países de la Zona Euro, mientras que para las economías emergentes se espera un crecimiento más sólido, aunque no en los mismos niveles observados en años anteriores. Las perspectivas económicas para el 2013 son favorables y los pronósticos podrían elevarse, siempre y cuando las condiciones financieras continúen mejorando y los riesgos a la baja no se materialicen.

En América Latina y el Caribe, se proyecta un crecimiento del 3,6% para el 2013, por debajo de la fuerte expansión del 6,2% observada en el 2010, a pesar del crecimiento del crédito interno y los flujos de capitales privados que aún mantendrán una fuerte tendencia positiva. La expansión a ritmo moderado de la economía responde más que nada a la reducción de la demanda externa por parte de Asia emergente.

A nivel doméstico, el Producto Interno Bruto (PIB) del año 2013, en su segunda revisión, presentaría una tasa de expansión positiva del 13%, 2,5 puntos porcentuales por encima de la tasa estimada en diciembre del 2012.

El fuerte crecimiento de la economía esperado para el 2013 se sustenta en la rápida recuperación de la agricultura de los embates climáticos sufridos en el período 2011-2012, en la expansión de la ganadería y su

cadena productiva a través de las exportaciones cárnicas tras la superación del brote de fiebre aftosa del año 2011, sumado al aumento de las construcciones tanto públicas como privadas. Por el lado del gasto, el mencionado crecimiento estaría motivado por la demanda tanto interna como externa.

El mayor componente del gasto, el consumo privado, verificaría una ostensible recuperación. Por otra parte, se registraría un importante aumento en la formación bruta de capital, explicada, en parte, por el incremento de la inversión extranjera debido al “efecto imán” que siguen ejerciendo las inmejorables condiciones económicas en que se encuentra el país. Sumado a esto, se esperan mayores inversiones de empresarios paraguayos, motivados por la reactivación económica.

Al mismo tiempo, se observa un comportamiento positivo en la demanda externa, producto de un aumento en las ventas externas, principalmente por un fuerte repunte en el volumen de nuestros principales productos de exportación, soja y carne vacuna.

A partir de 2012, las series estadísticas de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional fueron modificadas considerando a las Entidades Binacionales como Residentes en la economía paraguaya, razón por la cual, se registrarán en la Balanza de Pagos las ventas de energía eléctrica, financiamiento neto recibido, intereses y

amortizaciones devengados, crédito comercial otorgado, entre otros. Esto influyó en la generación de los superávits dados en la Cuenta Corriente como de la Cuenta Capital y Financiera en 2012 con respecto al 2011, producto de la alta importancia relativa de la exportación de energía eléctrica.

Por su parte, se espera para el 2013, y por undécimo año consecutivo, una Balanza de Pagos con saldo positivo, la cual refleja un incremento de los activos de reservas. De esta manera se estima el ratio de Reservas con respecto al PIB cercano al 21 %, y alcanza para cubrir 5,6 meses de importaciones promedio de bienes.

Con relación a la inflación total, la misma se ubicó al cierre del año 2012 en 4 %, valor inferior al centro del rango meta y por debajo del 4,9 % observado en el año 2011. Con este resultado inflacionario, la inflación total, por sexto año consecutivo, cerró por debajo del techo del rango meta (7,5 %). Por otro lado, la inflación subyacente se ubicó al cierre del 2012 en 3,9 %, también por debajo del centro del rango meta y en un nivel menor a la tasa del 4,2 % observada en el año 2011.

La implementación de la política monetaria durante el segundo semestre del año 2012 estuvo enmarcada dentro del esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMI), por lo tanto, todas las medidas implementadas estuvieron condicionadas por las proyecciones de la tasa de inflación y los posibles desvíos respecto de la meta (5 %) anunciadas para el horizonte de política monetaria de 8 trimestres.

El compromiso del Banco Central con una meta de inflación ayuda a enviar señales claras a los mercados, a fin de reducir la incertidumbre y suavizar las expectativas de inflación de los agentes económicos, convirtiendo esta última en un ancla nominal de la política monetaria. Este escenario, provee un clima favorable para obtener mayores niveles de inversión, productividad y profundización financiera. Por todo ello, existe consenso a nivel internacional que la mejor contribución que la política monetaria puede hacer a la sociedad es el mantenimiento de una inflación baja, estable y predecible.

Dado el resultado inflacionario observado durante el segundo semestre del año 2012, incluso situándose cercana al límite inferior del rango meta aprobado en el programa monetario bajo el esquema de metas de inflación de 2012, y ante la perspectiva de una desaceleración de la economía, el Directorio del BCP redujo la tasa de interés de política monetaria en dos ocasiones (julio y agosto). Así, la Tasa de Política Monetaria (TPM) al término del primer semestre fue de 6,25 %, cerrando el 2012 en 5,5 %, denotando el carácter más expansivo de la política monetaria con respecto al periodo anterior.

De acuerdo a la encuesta de Expectativa de Variables Económicas (EVE) que el BCP realiza mensualmente, se observó que la expectativa de los agentes económicos en relación a la inflación se ajustó gradualmente a la baja en el segundo semestre del año. Así, luego de cerrar el primer semestre con ex-

pectativas de 5,5 % para el 2012, el segundo semestre terminó con expectativas del 4,1 %. En cuanto a la expectativa de inflación para el año 2013, la misma disminuyó desde 5,8 % en junio a 5,4 % en diciembre de 2012, con lo que las expectativas estuvieron cerca de la meta de inflación del 5 %.

El tipo de cambio efectivo real cerró el año 2012 con una apreciación de 4,7 %. En los últimos meses del citado año se ha observado una apreciación nominal del guaraní al igual que otras monedas de la región. A los factores externos que debilitan la mo-

neda norteamericana, se le debe sumar la buena perspectiva de crecimiento económico para el 2013, lo que fortalecería aún más la moneda local.

En este espectro económico, la senda central de proyección en el escenario base da cuenta de una tasa del 4,2 % para el cierre de 2013. Asimismo, la probabilidad acumulada de que la inflación se ubique por debajo de la meta del 5 % para el cierre de 2013 es del 92 %, que refuerza el sesgo a la baja en la proyección de la inflación para este ejercicio económico.”

1. Indicadores Económicos Seleccionados

	Proyecciones				
	(Cambio porcentual anual, a menos que se indique lo contrario)				
	2010	2011	2012	2013	2014
Ingreso y Precios					
PIB real	13,1	4,3	-1,2	13,0	4,5
PIB nominal	20,0	14,6	3,3	17,2	9,7
PIB per-cápita (USD corrientes)	23,4	27,7	-3,4	26,8	2,8
IPC (fin de periodo)	7,2	4,9	4,0	4,2	5,0
Sector Monetario					
Base Monetaria	1,1	12,9	17,2	15,7	12,0
M2	15,7	17,5	12,5	19,6	14,0
Crédito al sector privado	42,5	24,8	12,6	17,9	14,0
Depósito bancario	22,7	13,9	12,2	15,0	15,0
Sector Externo					
Exportaciones (fob)	35,0	20,6	-5,3	30,0	18,0
Importaciones (cif)	44,6	22,4	-5,3	22,2	15,0
Términos de Intercambio	4,1	17,4	-7,2	4,2	0,0
Sector Público - Administración Central					
Ingresos	17,0	16,8	8,7	18,8	14,9
Gastos	8,9	20,7	24,2	23,2	14,5
	(En porcentaje del PIB, a menos que se indique lo contrario)				
Consumo Total	80,7	83,5	85,3	80,0	80,0
Consumo privado	70,2	73,3	73,0	66,1	66,7
Consumo público	10,4	10,3	12,2	13,9	13,3
Inversión Bruta Interna	16,2	16,2	15,0	18,0	20,0
Formación de capital fijo	15,9	15,8	14,7	17,6	19,5
Cuenta Corriente	-0,3	1,1	0,4	-0,3	-0,8
Balanza Comercial	3,9	2,9	2,7	1,6	0,0
Exportaciones	55,6	51,5	49,6	46,1	47,6
Importaciones	51,7	48,6	46,9	44,5	47,5
Sector Público - Administración Central	1,2	0,7	-1,7	-1,8	-1,9
Ingresos	17,1	17,5	18,4	17,8	18,6
Gastos	15,9	16,7	20,1	19,6	20,5
	Variables nominales				
PIB (miles de millones de Gs)	94.934	108.795	112.409	131.743	144.555
PIB (millones de USD)	20.028	26.008	25.547	32.936	34.418
Uso de Depósitos en el BCP (millones de Gs)	1.600.671	287.724	-984.477	300.000	300.000
Exportaciones de Bienes registradas (millones de USD)*	10.474	12.634	11.962	14.360	15.221
Importaciones de Bienes registradas (millones de USD)	9.593	11.737	11.117	13.587	14.782
Tipo de Cambio (Gs/USD)	4.740	4.183	4.400	4.000	4.200
Reservas Internacionales Netas (millones de USD)	4.169	4.984	4.994	6.161	6.500
* Incluye: Exportaciones por Aduanas, Venta de Energía de Binacionales al exterior y Reexportaciones					

2. Perspectivas de la Inflación

2.1. Escenario Base de Proyección

Durante el 2013, tal como se había anticipado en las versiones previas del Informe de Política Monetaria se observa una coyuntura totalmente distinta de lo que había sido el año anterior en lo que respecta a la evolución de la actividad económica. En efecto, las estimaciones que se tienen sobre el crecimiento económico para el 2013 son muy optimistas y ubicaría el sendero de la brecha del producto en una fase muy positiva.

Una serie de factores influyeron en el cambio del espectro de la economía nacional en el horizonte de política monetaria. Por un lado, se confirma la excelente zafra de los productos principales de exportación que se están colocando a precios muy superiores al promedio histórico. Se suma a esto, la recuperación del mercado internacional de la carne, los mayores flujos de capital y el buen desempeño macroeconómico en general. Factores que han posibilitado al país emitir por primera vez y con rotundo éxitos bonos soberanos en el mercado internacional, lo que a su vez ha exacerbado las expectativas económicas del desempeño futuro de la economía y con ello también el riesgo de mayor presión inflacionaria.

En el contexto externo, no se vislumbran cambios importantes en el desempeño de las economías desarrolladas para el 2013 y 2014 inclusive. A pesar de la leve recuperación de la actividad económica en Estados

Unidos impulsada por el sector inmobiliario y financiero, el desempeño fiscal sigue siendo el problema fundamental que condicionará el resultado económico en ese país.

En contrapartida en la Eurozona, se consolida el escenario de recesión que se ha venido anunciando y todo apunta que la misma podría tener cierta persistencia al estar relacionado a la incertidumbre que rodea a la implementación de reformas del sistema financiero y a la necesidad de consolidación fiscal. Asimismo, si bien la economía de China mantiene una tasa alta de crecimiento, ésta no volvería a los niveles observados en el 2010 y 2011.

Cuadro 1: Supuestos del Escenario Base

	2013	2014
PIB Mundial*	3.5	4.1
PIB Brasil*	3.5	4.0
PIB China*	8.2	8.5
PIB PARAGUAY	13.0	4.5
Precio del Petróleo (USD/barril)**	98.3	95.7
Precio del Maíz (USD/bushel)**	536.3	545.0
Precio de la Soja (USD/bushel)**	1,219.0	1,217.8
Precio del Trigo (USD/bushel)**	720.0	760.0
Precio del Ganado (Centavos de USD/libra)**	125.5	123.0

* WEO Update, enero 2013

** Bloomberg

2.2. Proyecciones de la Inflación y Balance de Riesgos

Teniendo en cuenta los puntos mencionados, se espera que las principales presiones inflacionarias provenga del sector no transable de la economía paraguaya. Sin embargo, en la medida que la tasa de interés internacional se mantenga baja y si las

expectativas sobre el desempeño económico del país no se reviertan, el mayor influjo de capital tendría efecto como ya se está observando en la trayectoria del tipo de cambio y con ello se amortiguaría las presiones inflacionarias por el lado de la demanda, aún sin una política monetaria muy activa en el 2013.

Cuadro 2: Proyecciones de la Inflación

	Inflación	
	Total	Subyacente
dic-13	4.2	4.2
dic-14	4.8	4.8

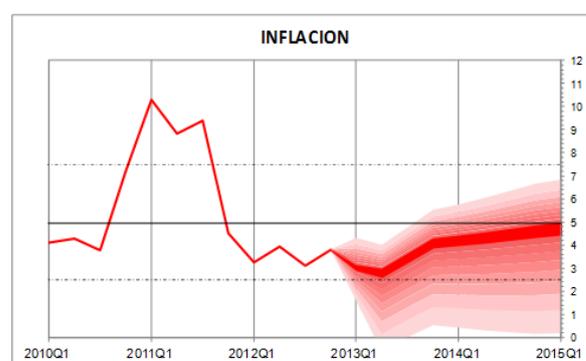
Fuente: Dpto. de Síntesis Macroeconómica e Investigación – SGGPM, BCP

En este espectro económico, la senda central de proyección en el escenario base da cuenta de una tasa del 4,2 % para el cierre de 2013. Asimismo, la probabilidad acumulada de que la inflación se ubique por debajo de la meta del 5 % para el cierre de

2013 es del 92 %, que refuerza el sesgo a la baja en la proyección de la inflación para este ejercicio económico.

No obstante para el 2014 se empezaría a observar mayor presión inflacionaria en la medida que la demanda interna vaya respondiendo con mayor intensidad la evolución de la actividad económica en general.

Figura 1: Proyección de la Inflación Total (2013 - 2015)

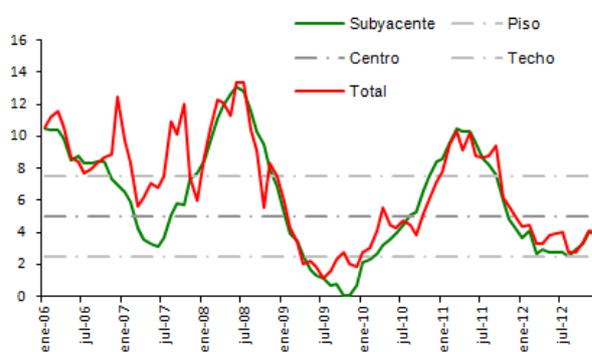


Fuente: Dpto. de Síntesis Macroeconómica e Investigación – SGGPM, BCP

3. Inflación

La inflación total durante el año 2012 fue del 4%, valor por debajo del centro del rango meta¹ y en un nivel inferior al 4,9% observado en el año 2011. Con este resultado inflacionario, la inflación total, por sexto año consecutivo, cerró por debajo del techo del rango meta (7,5%).

Figura 2: Inflación Total y Subyacente (Variación % interanual)



Fuente: Dpto. Cuentas Nacionales y Mercado Interno – SGGPM, BCP

Por otro lado, la inflación subyacente² se ubicó en el 2012 en un 3,9%, también por debajo del centro del rango meta y en un nivel menor a la tasa del 4,2% observada en el año 2011.

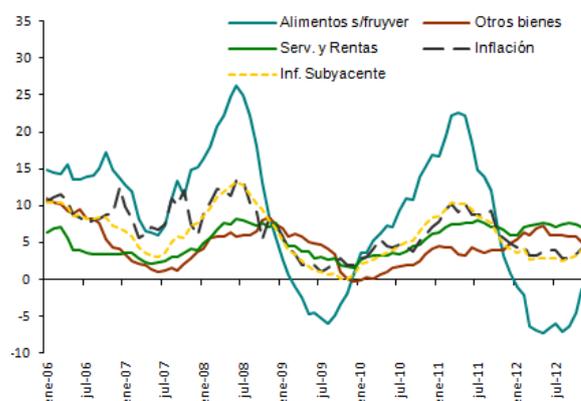
La inflación interanual, desde comienzos del año 2012, continuó con su trayectoria descendente, comportamiento que comenzó en el año anterior y que se prolongó hasta finales del tercer trimestre del 2012. Entre el segundo y tercer trimestre del año, la inflación doméstica se estabilizó en un valor

¹El rango meta o rango referencial de inflación de mediano y largo plazo del Banco Central del Paraguay tiene un centro que se ubica en un 5%, con intervalos de tolerancia del 2,5% hacia arriba y hacia abajo del mencionado valor, es decir, 2,5% de piso y 7,5% de techo.

²Indicador que excluye los rubros volátiles de la canasta.

interanual muy cercano al piso del rango meta, mientras que, en el último trimestre del año, observó un punto de inflexión para comenzar una senda levemente creciente pero terminando el año por debajo del centro del rango meta.

Figura 3: Inflación en Alimentos (Variación % interanual)



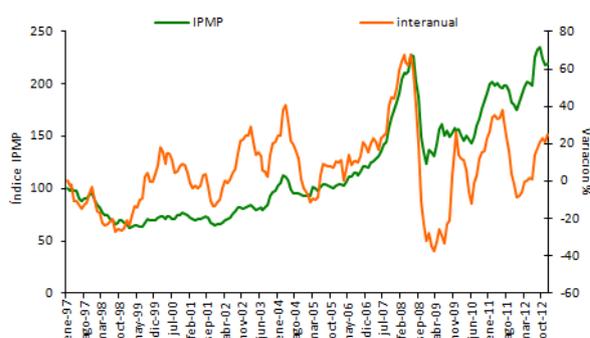
Fuente: Dpto. Cuentas Nacionales y Mercado Interno – SGGPM, BCP

Cabe mencionar, que la inflación interanual de los alimentos durante el año 2012 también registró una trayectoria similar a la verificada en la inflación total, pero con patrones interanuales de subas y bajas más pronunciadas. En gran medida este comportamiento de los alimentos estuvo explicado por la reducción de los precios de la carne vacuna, consecuencia directa del brote de fiebre aftosa declarado en el mes de setiembre del año 2011.

La salida de Paraguay de la mayor parte

de los mercados externos, como consecuencia de la pérdida del status de “país libre de aftosa con régimen de vacunación”, desembocó en exiguas exportaciones de carne vacuna durante los primeros meses del año 2012³, situación que llevó a los frigoríficos a ofertar una parte de su producción al mercado doméstico, presionando con ello a la baja los precios de los diferentes cortes vacunos, principalmente los cortes premium⁴.

Figura 4: Índice de Precios de Materias Primas (Niveles y variación interanual)



Fuente: Dpto. Cuentas Nacionales y Mercado Interno – SGGPM, BCP

Este comportamiento de la cotización de la carne vacuna también fue acompañado por una caída de los precios de los bienes sustitutos que compiten en el consumo con la carne vacuna, entre los que se puede mencionar la carne de pollo y la carne de cerdo, entre otros.

³Las exportaciones de carne vacuna, al mes de abril de 2012, registraban una caída de -19,5% en términos de volumen y de -27,2% en términos de valor.

⁴Los precios de la carne vacuna, en el período setiembre 2011-julio 2012, acumularon en promedio una disminución de -21,4%.

⁵En el mes de noviembre de 2012 fue rehabilitado el mercado chileno para las exportaciones cárnicas, previéndose el envío de las primeras partidas a este país a principios del año 2013. El restablecimiento del status sanitario de *país libre de aftosa con régimen de vacunación* permitiría también al país su reingreso al mercado europeo.

⁶En el período agosto 2012-diciembre 2012, los precios de la carne vacuna acumularon un incremento del 10,6%.

⁷Con destino al mercado local, pero apuntando también al mercado externo en un futuro inmediato.

Sin embargo, con la reapertura de los mercados de exportación⁵, al cual se suman factores domésticos estacionales, los precios de la carne vacuna mostraron un cambio en su tendencia a partir del mes de agosto del año 2012, iniciándose con ello subas en el precios del rubro en el resto del año⁶.

Por otro lado, la inflación de los productos lácteos observaron una trayectoria interanual decreciente a lo largo del año 2012, explicado principalmente por un importante incremento de sus volúmenes de producción. De hecho, se estima que en el período reciente la oferta láctea se ha incrementado en niveles un poco mayores a los de la demanda doméstica, teniendo como desenlace un saldo susceptible de ser exportado. No obstante, este excedente más bien llevó a que la industria estimule su venta doméstica mediante la reducción del precio de sus productos. Asimismo, una parte del excedente se utilizó para la producción, aunque en escala aún reducida, de leche en polvo nacional⁷.

Otros rubros alimenticios, cuyas variaciones de precios también registraron una trayectoria interanual decreciente, fueron los cereales y derivados. No obstante, este patrón fue observado solamente hasta inicios

del segundo semestre del año 2012, período en que la inflación interanual de los cereales empezó a registrar una trayectoria levemente creciente. Este comportamiento está bastante correlacionado con la variación interanual de las cotizaciones internacionales de los commodities agrícolas, específicamente con las variaciones interanuales de los precios mundiales del trigo y del arroz.

Durante el año 2012 se destaca la reducción verificada en el precio de azúcar en el mercado local, también correlacionada con la disminución de la cotización que experimentó el producto a nivel mundial. Según las estimaciones de la Organización para la Alimentación y la Agricultura (FAO⁸), perteneciente a las Naciones Unidas (NN.UU.), en el período 2011/2012 la producción mundial de azúcar aumentó con respecto al período 2010/2011, y, por segundo año consecutivo, esta producción superó al consumo, quedando un excedente que contribuyó a reponer los niveles relativamente bajos de existencias y a limitar la caída de los precios internacionales. El aumento de la producción mundial de azúcar se atribuye a una importante expansión de la superficie de siembra, estimulada por la firmeza de los precios internacionales del azúcar durante los últimos dos años y a condiciones meteorológicas más normales.

La disminución del precio mundial del azúcar también podría explicarse por las perspectivas futuras de una amplia disponibilidad de exportaciones en la campaña de comercialización 2012/2013, sobre todo en

el Brasil, el mayor exportador mundial de azúcar.

Asimismo, se puede mencionar en el año 2012 el importante incremento de precio verificado en la yerba mate, a raíz de la escasez de la materia prima debido a los embates climáticos que afectaron esta actividad económica. En tal sentido, se menciona períodos de sequía y heladas que causaron una severa reducción de la producción de hoja de yerba mate en los últimos años. Otra de las causas atribuidas a la suba de precio de la yerba mate, fue la mejor cotización del producto en los países vecinos, situación que estimuló la salida de la materia prima hacia Brasil y Argentina.

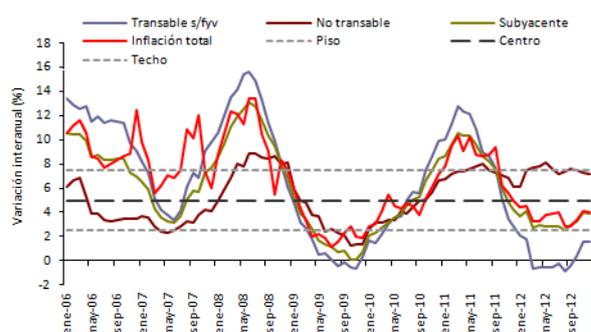
Con relación a los bienes derivados del crudo, se destaca que hasta el segundo trimestre del año 2012 se verificaron alzas en los precios del gasoil y de la nafta, principalmente como consecuencia de la suba de la cotización internacional del petróleo y la depreciación nominal de nuestra moneda desde comienzos del año 2012.

No obstante, desde inicios del segundo semestre del año, el gasoil, la nafta y el gas licuado de uso doméstico presentaron disminuciones de precios, patrón que estuvo muy relacionado con la reversión de los precios internacionales del crudo a partir del segundo trimestre del 2012, en parte explicada por la débil demanda global (de la mano de un crecimiento económico mundial por debajo del inicialmente previsto) y por una mayor provisión de petróleo por parte de la Organización de Países Exportadores de

⁸Por su siglas en inglés (Food and Agriculture Organization).

Petróleo (OPEP). A esto también se suma un fortalecimiento de nuestra moneda con respecto a sus valores de inicios de año.

Figura 5: Inflación en Transables y No Transables (Variación interanual)



Fuente: Dpto. Cuentas Nacionales y Mercado Interno – SGGPM, BCP

Con respecto a los bienes no transable (mayoritariamente servicios), su evolución interanual se ubicó a lo largo del año 2012 en valores muy cercanos al techo del rango meta. De hecho, una visión retrospectiva de su trayectoria interanual muestra que estos bienes se han incrementado consistentemente desde el mes de julio del año 2010, y que su tasa interanual ha oscilado alrededor del techo del rango meta desde el mes de febrero del 2011, permaneciendo en esos niveles a lo largo del año 2012.

El comportamiento de los precios de los bienes no transables se corresponde con el crecimiento económico registrado, y más específicamente con el aumento de la demanda doméstica, en los años 2010 y 2011, denotando además, que a pesar de la retracción de la actividad económica durante el año 2012, la demanda doméstica, especialmente el consumo privado, se mantuvo robusta.

Finalmente, la inflación interanual de los bienes duraderos de la canasta registró una trayectoria creciente hasta mitad de año, en línea con la desvalorización del guaraní de inicios de año. A partir del segundo semestre la inflación interanual de estos bienes presentaron una evolución decreciente hasta finales del año conducidos nuevamente por una apreciación del guaraní.

3.1. Empleo y Salarios

El número de personas ocupadas registró un alza de 1,5%, en términos interanuales, en el cuarto trimestre del año 2012 respecto al mismo período del año anterior.

El comportamiento del mercado laboral en este período, estuvo explicado por el aumento del empleo en el sector terciario, mientras que se observó en el sector secundario una caída en la generación de empleo, reflejo de la pérdida de empleo en el sector manufacturero y la baja creación de nuevos empleos en el sector de la construcción.

Las unipersonales y las empresas pequeñas fueron las que exhibieron un mayor dinamismo en la creación de nuevos empleos, mientras que en las empresas medianas y grandes se perdieron empleos.

Con respecto al ingreso medio mensual percibido por las personas ocupadas en las diferentes ramas económicas, se puede apuntar que el mismo experimentó, en términos nominales, un incremento interanual de 7,8% en el cuarto trimestre de 2012, respecto a igual período del año anterior.

En términos reales el ingreso medio mensual experimentó un incremento medio de 3,8 % en el período de referencia, por debajo del 15,6 % observado en el mismo trimestre del año anterior.

Por su parte, la tasa de desempleo abierto se situó en 7,9 %, por encima de la tasa de 6 % observada en el mismo período del año anterior, reflejo de la menor capacidad de absorción de mano de obra del mercado laboral, ya que de la nueva mano de obra incorporada al mercado de trabajo, sólo alrededor del 60 % que buscó empleo lo encontró.

De esta manera, el desenvolvimiento del mercado laboral, con una expansión del empleo y de ingreso real medio mensual, ha dotado de cierta capacidad de compra al mercado de bienes y servicios, para sostener el volumen de ventas de las empresas, en términos acumulados.

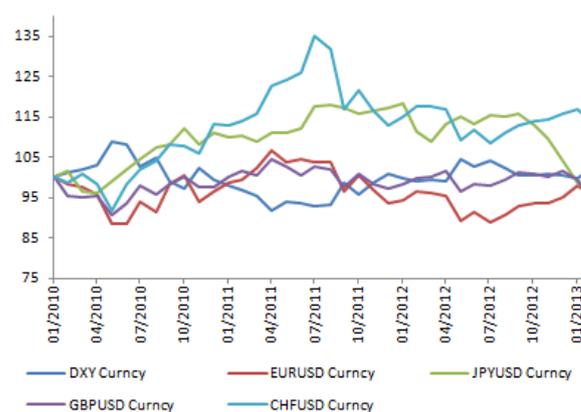
3.2. Mercado de Divisas

Durante el año 2012 el dólar mostro en promedio una revalorización de 5,5 % frente a una canasta de monedas comprendida por el euro, el yen, la libra esterlina, el dólar canadiense, la corona sueca y el franco suizo.

Al inicio del 2013 se mantiene la tendencia al alza del dólar frente a estas monedas, gracias a las medidas tomadas para prevenir el “abismo fiscal”. La tendencia del dólar para el resto del año permanece incierta ante las decisiones del gobierno estadounidense sobre las reformas fiscales y de la Reserva Federal sobre el levantamiento de las

medidas de expansión monetaria (quantitative easing). Los pronósticos para finales del 2013, muestran un dólar con valores iguales a los valores actuales.

Figura 6: Evolución de las Principales Divisas (01/2009 = 100)



Fuente: Bloomberg

El Euro por su parte tuvo un buen desempeño al final del 2012, debido a las dudas generadas por el “abismo fiscal” en Estados Unidos que solo fueron parcialmente solucionadas en el último momento del año. Sin embargo, a inicios del 2013 el Euro se encuentra a la baja a medida que el dólar vuelve a ganar valor. El pesimismo que rodea a Europa por el alto desempleo, la austeridad fiscal y la falta de acuerdo sobre una unión bancaria mantiene un pronóstico del euro a la baja para finales de 2013, con una caída proyectada de 4,9 % del valor respecto al dólar.

En la región, el real brasilero experimentó una caída del 15 % durante los primeros 11 meses del 2012 como resultado de los esfuerzos del gobierno de proteger la industria doméstica, sin embargo en diciembre

del 2012 el real empezó a apreciarse rápidamente, tendencia que continúa al inicio del 2013. Para el resto del año, se espera que la moneda se mantenga en los niveles actuales de BRL/USD 2,04. El gobierno brasileño buscará un equilibrio entre el apoyo a la recuperación económica y la contención de la

inflación. En Perú, Chile y Colombia, las monedas se movieron al alza en la última parte del 2012, y se espera que la tendencia continúe a lo largo del 2013, en la medida que se mantengan los buenos pronósticos de crecimiento y los flujos de capitales desde las economías avanzadas.

4. Entorno Internacional y Regional

4.1. Crecimiento Económico Mundial

Para el año 2013 se pronostica un crecimiento económico leve. Se estima un crecimiento modesto para las economías avanzadas, mientras que para las economías en desarrollo se espera un crecimiento más sólido, aunque no en los mismos niveles observados en años anteriores. Las perspectivas económicas para el 2013 son favorables y los pronósticos podrían elevarse, siempre y cuando las condiciones financieras continúen mejorando y los riesgos a la baja no se materialicen.

Cuadro 3: Crecimiento Mundial (Variación % anual)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Mundo	-0.6	5.1	3.9	3.2	3.5	4.1
Economías Avanzadas	-3.5	3.0	1.6	1.3	1.4	2.2
Estados Unidos	-3.1	2.4	1.8	2.3	2.0	3.0
Zona Euro	-4.4	2.0	1.4	-0.4	-0.2	1.0
Japón	-5.5	4.5	-0.8	2.0	1.2	0.7
Economías Emergentes y en Desarrollo	2.7	7.4	6.2	5.1	5.5	5.9
China	9.2	10.4	9.2	7.8	8.2	8.5
India	5.9	10.1	6.8	4.5	5.9	6.4
Rusia	-7.8	4.3	4.3	3.6	3.7	3.8
Brasil	-0.3	7.5	2.7	1.0	3.5	4.0

Fuente: Fondo Monetario Internacional y Consensus Forecasts

La economía estadounidense mantuvo un crecimiento moderado de 2.3% en el 2012, mientras que los pronósticos promedian un crecimiento de 2.0% para el 2013, levemente inferior al año anterior. Se prevé un crecimiento lento durante los dos primeros tri-

mestres del año, y un repunte recién a partir del tercer trimestre del 2013. El repunte económico se proyecta en base a la recuperación del sector inmobiliario y a la evolución positiva del sistema financiero, lo cual incrementa las perspectivas de consumo de los hogares en un entorno donde se continúa previendo una lenta retirada del estímulo fiscal. Además, el crecimiento de Estados Unidos dependerá en gran medida de las decisiones de política en relación al “abismo fiscal”, siendo la prioridad evitar una consolidación fiscal excesiva en el corto plazo.

En la Zona Euro, las proyecciones de crecimiento económico se mantienen en rangos negativos, con una contracción del 0,2% para el año 2013. No obstante, para el último trimestre del año ya se prevé una leve recuperación del producto. El pobre desempeño económico de la Zona Euro se proyecta en base a la incertidumbre que rodea a la implementación de reformas del sistema financiero y la tan esperada integración fiscal, en relación al magro desempeño del 2012. Las previsiones de crecimiento negativo se dan a pesar de la buena respuesta de la Unión Europea a la crisis y la mejora de las condiciones financieras en los países de la periferia. Esto se debe a que se espera una demora en la transmisión de la mayor liquidez del sistema bancario y de la reducción de las primas soberanas al sector real de la economía.

En el 2013, se espera un crecimiento nulo en Francia, mientras que en Italia se pronosti-

ca una caída en el producto de 2,1 %, en tanto que para España se espera una nueva caída del producto de 1,5 %, Grecia por su parte continua mostrando fuertes retrocesos en la producción con un pronóstico de 4,3 % de caída del producto. Alemania y el Reino Unido presentarían crecimiento de 0,7 % y 0,9 % respectivamente. En España, Grecia y Portugal, los países más afectados por el desempleo, se prevén nuevas subidas en la tasa de paro para el 2013, llegando a cifras en torno al 27,0 %, 26,8 % y 16,8 %, respectivamente.

En Japón, se proyecta un crecimiento económico de 1,2 % para el 2013, inferior al año anterior, que había sido impulsado más que nada por las actividades relacionadas a la reconstrucción luego del terremoto sufrido en Marzo 2011. El impulso económico a corto plazo se produce gracias al estímulo fiscal y el relajamiento de la política monetaria, además del aumento de la demanda externa como consecuencia del debilitamiento del yen.

En China, se espera un crecimiento del 8,2 % en el 2013 como resultado de las políticas del gobierno orientadas al crecimiento, y si bien este sigue siendo elevado, ya no se espera un retorno a los niveles observados en 2010-2011. Lo mismo podría decirse para otras economías emergentes y miembros del BRIC. Esto responde en gran medida a la desaceleración de la demanda externa de las economías avanzadas y a la caída de los términos de intercambio de países exportadores de materias primas, ya que no se prevén aumentos en los precios de commo-

dities. El crecimiento en China podrá ser sostenido en la medida que avance el enfoque de la economía hacia el consumo interno.

En América Latina y el Caribe, se proyecta un crecimiento del 3,6 % para el 2013, por debajo de la fuerte expansión del 6,2 % observada en el 2010, a pesar del crecimiento del crédito interno y los flujos de capitales privados que aún mantendrán una fuerte tendencia positiva. La expansión a ritmo moderado de la economía responde más que nada a la reducción de la demanda externa por parte de Asia emergente.

4.2. Inflación Mundial

A nivel mundial, las previsiones de inflación para el 2013 muestran una nueva reducción en las presiones inflacionarias, continuando con la tendencia del 2012. Esto se debe a un contexto económico mundial que estará caracterizado por una lenta recuperación económica.

En Estados Unidos, la inflación se mantuvo moderada durante el 2012, y para el 2013 se proyecta una tasa de inflación ligeramente inferior a la meta de largo plazo de 2 %, establecida por la Reserva Federal. La inflación se mantendrá en niveles reducidos, reflejando la caída en la cotización del crudo, la lenta evolución de las compensaciones salariales y las expectativas de inflación que permanecen estables.

En la Zona Euro, la inflación fue moderándose en la última parte del 2012, pasando

del 2,5 % en octubre hasta el 2,2 % en noviembre y diciembre. Para el 2013, se prevé una inflación del 1.6 %. La inflación se proyecta baja, teniendo en cuenta los precios del petróleo, la actividad económica aun debilitada y, más recientemente, la apreciación del tipo de cambio. Las expectativas de inflación para la zona del euro siguen manteniéndose en línea con el objetivo de mantener las tasas anuales de inflación cerca del 2 %.

Cuadro 4: Inflación Mundial (Variación % anual)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Economías Avanzadas	0.1	1.5	2.7	1.9	1.6	1.8
Estados Unidos	-0.3	1.6	3.1	2.0	1.8	1.8
Zona Euro	0.3	1.6	2.7	2.3	1.6	1.4
Japón	-1.3	-0.7	-0.3	0.0	-0.2	2.1
Economías Emergentes y en Desarrollo	5.1	6.1	7.2	6.1	5.8	5.3
América Latina y Caribe	6.0	6.0	6.6	6.0	5.9	5.7

Fuente: Fondo Monetario Internacional y Consensus Forecasts

Por el lado de China, la inflación se redujo al 2,1 % en el último trimestre de 2012, y se proyecta una inflación del 3,10 % para fines del 2013 lo que otorga a las autoridades monetarias del país la posibilidad de aflojar la política monetaria en caso de que sea necesaria para ayudar al crecimiento económico durante este año.

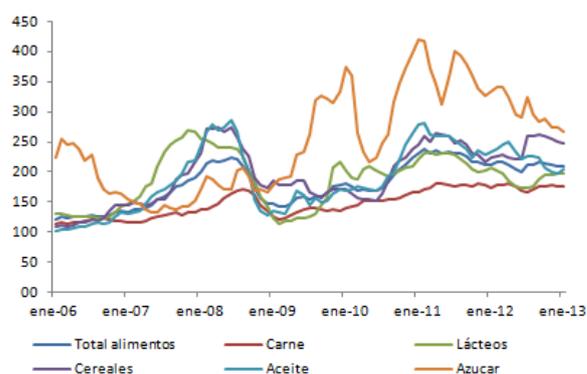
En Latinoamérica, se pronostica un ligero descenso de la inflación para el 2013, que si bien se mantiene a la baja aún está por encima de la meta, en algunos de los países que se manejan por el régimen de metas de inflación. Particularmente, esto se observa

en Venezuela y Argentina donde la política monetaria no se ha ajustado al continuo incremento de los precios.

4.3. Precio Mundial de Commodities

Los precios internacionales promediaron un 7 % menos durante el 2012 comparado con el año 2011, de acuerdo al Índice de Precios de Alimentos de la Organización para la Alimentación y Agricultura (FAO, por sus siglas en inglés). En enero de 2013, los precios de alimentos se estabilizaron, luego de tres meses consecutivos de retroceso, gracias al aumento de los precios de oleaginosas que compensaron las caídas de precios de cereales.

Figura 7: Índice de Precios de Alimentos



Fuente: FAO

La producción de cereales para la temporada 2012/2013 se reducirá en relación a la anterior. Se proyectan niveles de producción menores a la demanda, como resultado de la sequía en Estados Unidos, Europa y parte de Asia central. Esta caída en la cosecha se observa principalmente en el

maíz y el trigo, no así en la producción de arroz. Teniendo en cuenta la posible reducción en las existencias de cereales se anticipa un aumento en la cotización de estas materias primas.

Figura 8: Soja - Precio Histórico y Futuro (Bolsa de Chicago, USD/ton.)



Fuente: Reuters

Por su parte, la producción de semillas oleaginosas empieza la temporada 2012/2013 muy favorable en relación a la anterior, cuando se habían observado incrementos en los precios de oleaginosas como resultado principalmente de la reducción de la oferta mundial de soja que no fue suficiente para cubrir la demanda global. Para esta temporada, se prevé una producción record de soja en América del Sur, y los precios de esta materia prima dependerán en gran medida en la materialización de esta cosecha, teniendo cuenta que en Estados Unidos la sequía no ha posibilitado una producción abundante de soja. Así, se esperan precios internacionales de soja superiores a los observados en el 2011 e inferiores al 2012. Para el 2013, los mercados a futuro muestran un precio de USD/Ton 517, levemente inferior al precio de Diciembre/2012

de USD/Ton 521.

Figura 9: Precio Petróleo Brent (USD/barril)



Fuente: Reuters

Los precios de la carne han mostrado una leve reducción del 1 % en el 2012 en relación al año anterior, mientras que la producción mantuvo un incremento del moderado del 2 % en el 2012, en relación al 2011. En este rubro, los países en vía de desarrollo han tomado el liderazgo con una producción que representa el 60 % del total de la producción mundial. En el 2012, la mayor parte del crecimiento de la producción se produjo en la carne porcina y aviar. Para el 2013, el Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA) prevé un aumento moderado en los precios de la carne, teniendo en cuenta la reducción en la oferta de ganado vacuno en ese país.

La cotización del crudo, mostro una tendencia descendente durante la primera mitad del 2012. El Brent llegó a un mínimo de USD 97.8 en Junio/2012. Durante la segunda mitad del año los precios repuntaron levemente, finalizando el 2012 con un precio promedio de USD 111 por barril. Para el 2013, los mercados a futuro muestran un

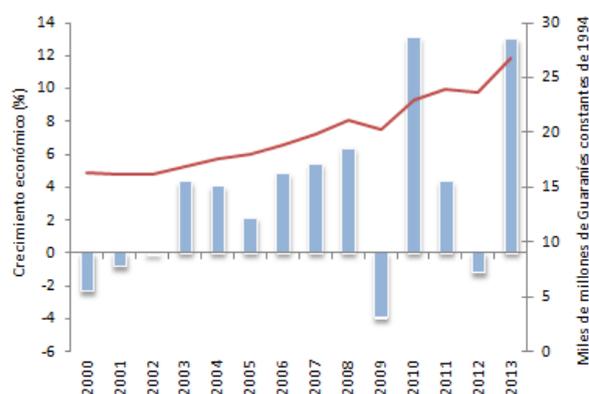
precio promedio para el año de USD 112 por barril, un nivel similar al del año anterior, lo cual es un reflejo de la demanda mundial aun debilitada, particularmente en economías avanzadas.

5. Demanda y Actividad

5.1. Perspectivas del Producto Interno Bruto

El Producto Interno Bruto (PIB) del año 2013, en su segunda revisión, presentaría una tasa de expansión positiva del 13%, 2,5 puntos porcentuales por encima de la tasa estimada del 10,5% en diciembre del 2012.

Figura 10: PIB Real - Incluye Binacionales (Evolución y nivel)



Fuente: Dpto. Cuentas Nacionales y Mercado Interno - SGGPM, BCP

En un escenario distinto al contexto mundial, el fuerte crecimiento de la economía paraguaya en el año 2013 estaría en función a la rápida recuperación de la agricultura de los embates climáticos del período 2011-2012, a la expansión de la ganadería y de su cadena productiva, a través de las exportaciones cárnicas tras la superación del brote de fiebre aftosa del año 2011, sumado al esperado aumento de las construcciones, tanto públicas como privadas.

Las últimas estimaciones del Ministerio de Agricultura y Ganadería (MAG) de la cam-

paña agrícola 2012/2013, confirman importantes aumentos en los rendimientos de los principales cultivos, tales como, soja, maíz, mandioca, poroto, entre otros.

Las estimaciones del sector ganadero fueron revisadas nuevamente al alza, debido al cierre del capítulo de “brote de fiebre aftosa” y la recuperación de los principales mercados de exportación, entre ellos el mercado chileno. Los últimos datos sobre el sector ganadero, muestran un mayor volumen de faenamiento de ganado vacuno, de la mano de una mayor demanda externa de la carne vacuna, y que se ve reflejado en un aumento del volumen exportado. Así, el sector proyecta un alto rendimiento productivo en el presente periodo.

Por otro lado, y como se mencionara en la estimación anterior, los otros rubros que componen el sector ganadero registrarían buenos resultados, como la producción porcina, de aves, leche cruda, huevos, entre otros, y dado que en conjunto representan alrededor del 40% del sector, reforzarían el crecimiento estimado para dicha actividad económica.

En relación al sector secundario, para la industria se espera comportamientos dinámicos en la producción de carne, bebidas y tabaco y maquinaria y equipo. Además, se espera un importante repunte en la producción del sector azucarero, de los productos lácteos, de la molinería y de la panadería, entre otros.

Por su parte, para el sector de las Cons-

trucciones se espera un fuerte crecimiento, asociado principalmente a la ejecución de obras públicas y privadas.

Cuadro 5: Crecimiento por Sectores Económicos - Incluye Binacionales (%)

Sectores	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
Primario	9,2	-17,2	34,1	3,7	-20,0	33,3
Secundario	3,9	-0,1	7,9	-0,8	3,8	8,6
Electricidad y Agua	9,4	-3,8	0,0	7,3	5,7	2,4
Servicios	4,8	2,2	9,0	5,8	6,1	9,0
Impuestos	5,0	-1,0	12,0	3,0	-0,5	9,0
PIB total	6,4	-4,0	13,1	4,3	-1,2	13,0

Fuente: Dpto. Cuentas Nacionales y Mercado Interno – SGGPM, BCP

(*) Cifras preliminares

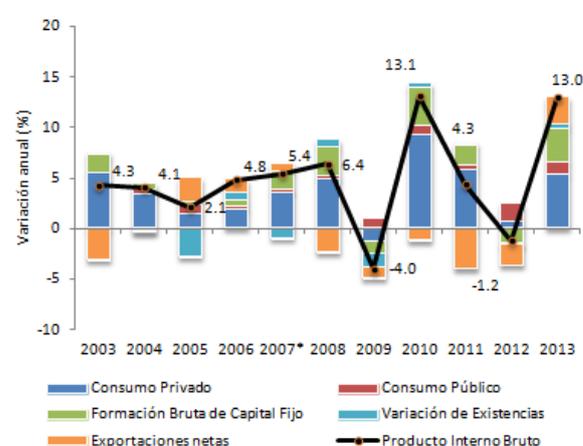
En el sector terciario, el comercio experimentaría un buen nivel de crecimiento, en directa relación con la mayor oferta de bienes comercializados (nacionales e importados). Especialmente, se espera un mayor dinamismo en la venta de bienes semiduraderos y duraderos consumidos por los hogares, y mayores compras de bienes de capital por parte de las empresas.

El sector servicios en su conjunto observaría un comportamiento positivo, debido a los efectos multiplicadores que generan las actividades económicas mencionadas más arriba, como el sector agropecuario, las industrias y las construcciones.

En este contexto, se esperan tasas positivas en los sectores de comunicación, intermediación financiera, servicios a las empresas, servicios a los hogares y de los servicios gubernamentales.

Si bien después de casi una década de superávits persistentes la posición del sector público se ha tornado deficitaria, esto no constituiría una preocupación inmediata, dado el bajo nivel de deuda y al vigoroso aumento esperado del PIB en el año 2013.

Figura 11: PIB Real: Evolución de los Componentes por el Lado de la Demanda - Incluye Binacionales (Variación porcentual anual)



Fuente: Dpto. Cuentas Nacionales y Mercado

Interno – SGGPM, BCP

Cabe destacar, que los servicios gubernamentales han tenido activa participación en periodos de contracción económica, a través de una política fiscal expansiva, y con el afán de atenuar los choques de oferta, especialmente, los choques que afectaron al sector agropecuario. Si bien el sector de servicios gubernamentales seguiría mostrando tasas positivas de crecimiento, éstas serían menores al período pasado, debido principalmente al retiro gradual del estímulo fiscal, como consecuencia del fuerte crecimiento esperado de la economía en su conjunto en el año 2013, en consonancia con una política económica anticíclica.

Por otra parte, se estima que los impuestos registrarían un importante aumento, en estrecha relación con el repunte económico y en línea con los incentivos de una mayor formalización derivados de la implementación del Impuesto a la Renta Personal (IRP).

5.2. La Demanda Agregada

Por el lado del gasto, el aumento del PIB en una tasa del 13% estaría motivado, principalmente, por la demanda externa.

El mayor componente del gasto, en términos de estructura, el consumo privado, verificaría una ostensible recuperación. Por otra parte, se registraría un importante aumento en la formación bruta de capital, explicada, en parte, por el incremento de la inversión extranjera debido al “efecto imán” que siguen ejerciendo las inmejorables condiciones económicas en que se encuentra el país.

Igualmente, se espera mayores inversiones de empresarios paraguayos, motivados por la reactivación económica generada por los

principales impulsores de nuestra economía, como son los sectores agropecuarios, algunos sectores manufactureros, el comercio y otros servicios.

De esta forma se observa un comportamiento positivo en la demanda externa, producto de un aumento en las ventas externas, principalmente por un fuerte repunte en el volumen de nuestros principales productos de exportación, soja y carne vacuna.

Así, Paraguay quedaría posicionado como primero en la región en materia de crecimiento económico, conduciendo además a un ingreso per cápita que superaría el umbral de los 4.500 dólares, ubicándose en torno a los 4.855 dólares.

Finalmente, cabe destacar la irrupción de Paraguay en el mercado financiero internacional con sus bonos soberanos, llenando ampliamente las expectativas, lo cual permite observar el futuro con optimismo, superando dificultades y transitando decididamente por la senda de las economías con fuertes signos de predictibilidad y seguridad.

La incidencia de los factores externos en las fluctuaciones cíclicas del PIB paraguayo*

Paraguay, además de ser una economía pequeña y abierta, es un país mediterráneo que se encuentra rodeado de dos grandes potencias regionales como Brasil y Argentina. A pesar de que cuenta con una ubicación geográfica estratégica en Sudamérica, su mediterraneidad y apertura comercial exponen la actividad productiva a factores externos a la economía paraguaya. Entre estos factores se encuentran los precios internacionales, la demanda externa, políticas económicas de países vecinos (política monetaria, cambiaria, medidas comerciales proteccionistas), conflictos sociales externos (huelgas de transportistas, de funcionarios de la aduana, de sindicatos de trabajadores), crisis económicas en países vecinos (de origen político u externo), etc.

Este trabajo de investigación examinó el rol de algunos de esos factores regionales e internacionales en las fluctuaciones del producto en Paraguay. Primeramente se realizó un análisis de las correlaciones cruzadas entre las fluctuaciones cíclicas de la producción en Paraguay y los ciclos económicos de Argentina, Brasil, el grupo de países del G7, variaciones en índices de precios externos y en medidas del tipo de cambio. Finalmente, mediante la estimación de un modelo VAR estructural con restricciones de bloques exógenos, se analizó el impacto dinámico de shocks externos en la economía paraguaya y se hizo una descomposición de la varianza del Valor Agregado Bruto (VAB) real del sector no agropecuario en Paraguay según factores internacionales seleccionados.

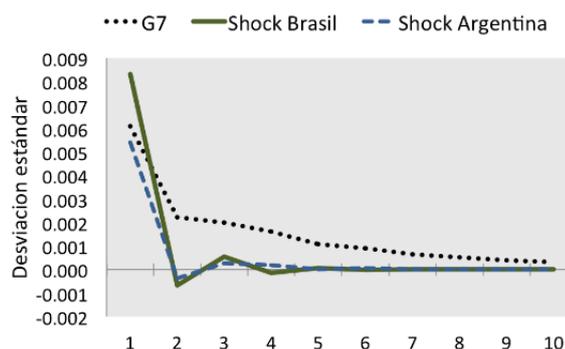
Los principales resultados del análisis de los ciclos mostraron que los ciclos domésticos acompañan la contracción de la actividad económica brasilera y de países industrializados durante sus periodos de crisis (crisis cambiaria brasilera en 1999 y la crisis financiera en países desarrollados originada a mediados del 2008). Sin embargo, durante la crisis del 2001-2002 en Argentina, la dirección del ciclo doméstico, a diferencia del brasilero, no coincide estadísticamente con la clara contracción que atravesó la economía Argentina.

La demanda externa presentó un patrón procíclico. Al ser Paraguay una economía pequeña y abierta respecto a países del G7, Brasil y Argentina, pudo concluirse que shocks de demanda externa se transmiten con relativa rapidez a la economía doméstica.

Asimismo, los precios internacionales mostraron ser variables procíclicas y los shocks de precios externos se han transmitido con relativa rapidez a la economía doméstica en el periodo 1994-2012.

Una depreciación del tipo de cambio real tendió a adelantarse un trimestre al incremento del componente cíclico del sector industrial. En otras palabras, un boom temporal del sector industrial en t está estadísticamente asociado a una depreciación real en $t-1$.

Respuesta dinámica del crecimiento del VAB no agropecuario del Paraguay a shocks en la tasa de crecimiento económico según país/grupo.



Fuente: Cálculo de los autores.

En base al modelo VAR estructural estimado para el periodo 1994-2012, se pudo observar que un shock positivo en la actividad económica brasilera o argentina genera importantes efectos positivos que se transmiten y disipan con relativa rapidez al producto real del sector no agropecuario paraguayo. Por otro lado, un shock al crecimiento del PIB real del G7 también tiene un impacto positivo muy significativo sobre el producto no agropecuario con la diferencia de sus efectos precisan un horizonte de tiempo de mayor duración para estabilizarse.

Descomposición de la Varianza de la Tasa de Crecimiento del VAB Real No Agropecuario de Paraguay. Subperiodo 2003-2012.

Horizonte en trimestres	Desvío Est. (σ)	PIB real G7	PIB nfp	PIB real Brasil	PIB real Argentina	VAB No agrop. Paraguay	Tipo de Cambio Real
1	0.01838	0.23	1.11	19.47	4.25	74.93	0.00
4	0.02162	10.67	3.88	17.02	7.29	60.17	0.98
8	0.02189	12.38	4.22	16.61	7.14	58.70	0.95
12	0.02191	12.52	4.24	16.58	7.13	58.58	0.95

Fuente: Cálculo de los autores en base a datos del BCP, CEPAL, OECD y FMI.

Por otro lado, la descomposición de la varianza indicó que más del 19% de la varianza del VAB real del sector no agropecuario del Paraguay está explicado por shocks en el PIB real del G7, Brasil y Argentina. En el periodo más reciente (2003-2012), estas

variables externas parecen cobrar un rol de mayor importancia pues de acuerdo al modelo, explican más del 36 % de la varianza.

Independientemente del periodo considerado, Brasil seguido del grupo de países del G7 y Argentina (en ese orden) son las tres fuentes de shocks externos con mayor poder explicativo de las fluctuaciones domésticas.

***Versión completa del trabajo de investigación en:**

http://www.bcp.gov.py/attachments/article/157/shocks_externos_230812.pdf

6. Sector Externo

6.1. Comportamiento de la Balanza de Pagos

A partir de 2012, las series estadísticas de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional fueron modificadas considerando a las Entidades Binacionales como Residentes en la economía paraguaya; razón por la cual, se registraran en Balanza de Pagos las ventas de energía eléctrica, financiamiento neto recibido, intereses y amortizaciones devengadas, crédito comercial otorgado, entre otros.

Independientemente del criterio de territorialidad aplicado, las nuevas estadísticas no implican cambio estructural alguno, de tal manera que el resultado de balanza de pagos (variación de Reservas Internacionales) es igual en ambas versiones.

Cuadro 6: Balanza de Pagos

	Millones de USD		% del PIB	
	2012*	2013**	2012	2013**
Cuenta Corriente	96,9	-110,3	0,4%	-0,4%
Cuenta de Capital y Financiera	466,6	1.307,2	1,8%	4,4%
Errores y Omisiones	-553,0	0,0	2,2%	0,0%
Activos de Reserva	-10,5	-1.196,8	0,0%	-4,1%

Fuente: Dpto. de Economía Internacional – SGGPM, BCP

(*) Cifras preliminares

(**) Cifras proyectadas

Los datos relevantes son ajustados al 50 % y excluidas las variables correspondientes a la Administración Nacional de Electricidad, para ser incorporados en la Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del Paraguay, salvo las Compensaciones por cesión de energía, las cuales constituyen

transacciones entre Gobiernos, con la intermediación operativa de las respectivas Entidades Binacionales para la transferencia de los fondos al Tesoro Público Nacional.

Las demás cuentas de la Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional se mantienen constantes.

Cuadro 7: Cuenta Corriente

	Millones de USD	
	2012*	2013*
CUENTA CORRIENTE	96,9	-110,3
A. Bienes	845,1	653,2
Exportaciones	11.962,1	13.904,1
Importaciones	-11.116,9	-13.250,9
B. Servicios	-148,5	-194,1
C. Renta	-1.358,4	-1.363,8
D. Transferencias Corrientes	758,7	794,4

Fuente: Dpto. de Economía Internacional – SGGPM, BCP

(*) Cifras preliminares

Se espera para el 2013, por undécimo año consecutivo una Balanza de Pagos con saldo positivo la cual refleja un incremento de los activos de reservas. De esta manera se estima el ratio de Reservas con respecto al PIB cercano al 21 %, y alcanza para cubrir 5,6 meses de la importación promedio de bienes.

El resultado positivo de la Balanza de Pagos; que se dio en el 2012, producto de los superávits dados en la Cuenta Corriente como de la Cuenta Capital y Financiera con respecto al 2011, producto de la alta importancia relativa de la exportación de energía eléctrica, otros productos primarios y flujos de capitales privados. Para el 2013 se estima un déficit en Cuenta Corriente de USD -110,3 millones, mientras que para la Cuenta

de Capital y Financiera se estima un flujo neto de USD 1.307,2 millones, lo cual representa un incremento de USD 840,6 millones por encima del resultado del 2012 de USD 466,6 millones.

El comportamiento negativo en los niveles de la Cuenta Corriente estimada para el 2013 con respecto al 2012, es de USD -110,3 millones, producto de un menor superávit de la Balanza de Comercial de USD 653,2 millones (estimándose niveles records de las exportaciones y de las importaciones nunca antes alcanzados, expuestos en la Tabla 8), un déficit de la Balanza de Servicios de USD -194,1 millones, igual comportamiento por parte de la Balanza de Renta esperándose un incremento marginal del déficit a USD -1.363,8 millones y contrarrestado por la Transferencias netas recibidas del exterior de USD 794,4 millones (incremento de USD 35,7 millones, en especial por las remesas familiares).

Figura 12: Generación de Divisas (principales rubros, millones de USD)



Fuente: Dpto. de Economía Internacional – SGGPM, BCP

(*) Cifras estimadas

Durante el primer semestre del 2013 se es-

tima un superávit en Cuenta Corriente de USD 401,9 millones, contrarrestado por un déficit esperado para el segundo semestre del año, durante el cual empeorara el resultado neto de la Balanza de Comercial, debido a un aumento más pronunciado de las importaciones, preferentemente, en el cuarto trimestre.

En cuanto a los principales rubros generadores de flujos de ingreso de divisas, durante el 2012 se observó, en promedio, un aumento de los mismos. A diciembre de 2012 se ha exportado semilla de soja por un valor de USD 1.623,8 millones, inferior en 29,2 % al monto registrado en el mismo periodo del año anterior en que alcanzó USD 2.294,6 millones. En términos de volumen, el total exportado fue de 3.216.200 toneladas, 37,4 % inferior a las 5.137.000 toneladas que representaba a fines de 2011; durante el 2013 se espera que se dinamicen los envíos al exterior hasta el punto de llegar al 172 % del valor exportado en el 2012.

La exportación de Energía Eléctrica mantiene el superávit en la balanza de bienes y constituye uno de los principales productos de exportación. Este excedente de energía limpia y renovable que muestra al Paraguay como principal exportador mundial constituye un importante factor de atracción para las inversiones extranjeras. Itaipú produjo en 2012 un total de 98.287.128 megavatios-hora (98,2 millones de MWh), rompiendo su propio récord mundial de producción de energía, que ocurrió en 2008, con la generación de 94.684.781 megavatios-hora (MWh). Sin embargo, para el 2013 se estima una le-

ve disminución del valor exportado de energía eléctrica, debido a la reducción esperada del caudal hídrico.

Por su parte, la exportación de carne en el 2012, totalizó USD 826,6 millones, monto superior en 9,7% a los USD 753,8 millones en el mismo periodo del año anterior. Cabe señalar que Brasil y Rusia fueron los principales mercados de exportación de carne en el 2012, representando un porcentaje cercano del 80% del total de los envíos al exterior. Se estima para el 2013 un valor exportado de la carne cercano a USD 920 millones.

El dinamismo de las importaciones es consistente con el nivel de actividad económica, la apreciación del guaraní y la apertura comercial al exterior. Se espera el mantenimiento de esta tendencia para el 2013.

En tanto que los ingresos por Remesas Familiares tuvieron un incremento cercano al 17,2% en comparación al año anterior, estimándose un crecimiento para el 2013, superior al 5%.

6.2. Términos de Intercambio

Este índice presentó una disminución en diciembre del 2012 de 1,2% y en términos interanuales una caída del 0,9%.

Los precios de los commodities a nivel mundial se han incrementado a partir del segundo semestre del 2010 y las perspectivas son que sigan estables en el año 2013.

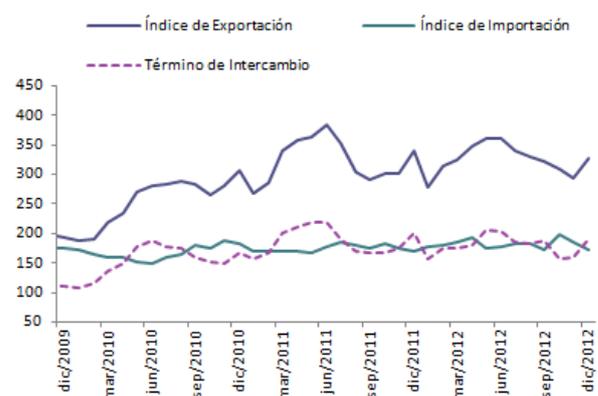
Esta evolución favorable promueve las exportaciones de productos agropecuarios con

alta demanda en el exterior, lo cual promueve la confianza de los inversionistas externos en dichos sectores.

6.3. Tipo de Cambio Real Efectivo

El Tipo de Cambio Real Efectivo mostró una tendencia hacia la apreciación durante el 2012.

Figura 13: Índices del Comercio Internacional



Fuente: Dpto. de Economía
Internacional – SGGPM, BCP

En términos interanuales y acumulados se ha registrado una apreciación de 10,3%, con respecto a la canasta de monedas de los principales socios comerciales. La tendencia de apreciación de la moneda nacional con respecto al signo monetario de Estados Unidos, Brasil, Argentina y Japón fue continua durante la segunda mitad de 2012 aunque a velocidades diferentes; con respecto a la moneda europea se ha registrado una apreciación aunque con dinámica más volátil. Se estima una tendencia de apreciación real

de la moneda nacional para el 2013 considerando las estimaciones de comercio exterior y la afluencia de capitales externos.

6.4. Cuenta Financiera y de Capital

Se estima que la Cuenta Capital y Financiera presentará un superávit de aproximadamente USD 1.307,2 millones para fines de 2013, superior en USD 891,6 millones al resultado del 2012, de USD 466,6 millones. La cuenta financiera registraría un superávit de USD 1.246,0 millones, mientras que las donaciones de capital alcanzarían USD 61,2 millones.

Los flujos de capitales dinámicos contribuyen a financiar la actividad económica y repercuten en la apreciación de la moneda nacional así como ocurre en los países de la región, salvo Argentina. Estimándose que las principales fuentes de los flujos sean la inversión extranjera, la emisión de bonos, tanto privada como pública, el retorno de depósitos, y préstamos externos.

En el 2012, el sector privado recibió capitales del exterior por USD 780,7 millones, distribuidos en inversión de cartera captada por emisión de bonos por USD 600 millones, inversión directa por USD 272,6 millones y préstamos externos. Para el 2013 se estima que el sector recibirá, aproximadamente, USD 1.183,7 millones sin incluir nuevas emisiones de bonos y manteniéndose la inversión extranjera directa como principal instrumento.

El sector público, por su parte, mantiene la posición deficitaria en el 2012, incluida la amortización de deuda externa del Gobierno Central, PETROPAR y la Entidades binacionales como instituciones de derecho público internacional; el flujo neto negativo fue de USD 365,2 millones. Para el 2013 se estima una reversión de tendencia considerando la emisión de bonos soberanos realizada por el Gobierno Central en el exterior en enero por USD 500 millones, además de mantener la ejecución normal prevista para los proyectos financiados por créditos de largo plazo otorgados por Organismos Multilaterales y Agencias de Gobierno; el flujo neto esperado para el 2013 sería de USD 62,2 millones.

Cuadro 8: Flujos de Activos y Pasivos Seleccionados

	Millones de USD	
	2012	2013*
CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA	466,6	1.307,2
A. Cuenta de Capital	51,0	61,2
B. Cuenta financiera	415,6	1.246,0
Inversión extranjera directa	272,6	562,0
Inversión de cartera	600,0	500,0
Activos	-207,8	233,1
Préstamos	-106,4	1,0
Moneda y depósitos	-92,0	267,1
Pasivos	-249,2	-49,1
Deuda Pública Externa Largo Plazo	28,0	81,0
Desembolsos	203,0	308,0
Amortizaciones	-175,0	-227,0

Fuente: Dpto. de Economía Internacional – SGGPM, BCP

(*) Cifras preliminares

El aumento esperado de Reservas Internacionales para el 2013 de USD 1.196,8 millones está explicado, principalmente, por la afluencia de divisas desde el resto del mundo hacia el sector público paraguayo, considerando que los flujos de capitales privados

son orientados a financiar las crecientes importaciones influenciadas por la actividad económica y la revalorización de la moneda nacional.

Los coeficientes de relacionamiento externo siguen una tendencia positiva para el 2013. La Deuda externa del Gobierno Central con respecto al PIB sería de 9,5 %, el pasivo ex-

terno de las Entidades Binacionales sería de 34,5 % (en descenso); mientras que el Patrimonio de la Inversión Extranjera sería de 15,1 % y los Depósitos y otros activos del sector privado en el exterior sería de 10,1 %.

El coeficiente de apertura comercial llegaría a 74,2 % en el 2013 superior al 72,2 % del 2012.

7. Finanzas Públicas

El Fisco cerraría el 2012 con un déficit de 1,75 % del PIB, luego de ocho años de superávit consecutivos, como consecuencia de la política anticíclica implementada por el Ministerio de Hacienda, que permitió suavizar la retracción económica sin poner en riesgo la sostenibilidad fiscal. Asimismo, para el 2013 se espera un comportamiento similar al registrado el año anterior, como resultado de un mayor gasto sobre todo en inversiones de infraestructura, con lo que se denota un cambio en el perfil de la política fiscal.

Cuadro 9: Finanzas Públicas - Gobierno Central (% del PIB)

RECAUDADO/OBLIGADO	2010	2011	2012
Ingresos Totales (I+II)	17,14%	17,75%	18,38%
I) Ingresos Corrientes	16,77%	17,12%	17,93%
II) Ingresos de Capital y Donaciones	0,37%	0,63%	0,45%
Egresos Totales (I+II)	15,90%	17,01%	20,13%
I) Gastos Corrientes	12,50%	13,05%	15,47%
II) Gastos de Capital	3,40%	3,96%	4,65%
Resultado Global	1,24%	0,73%	-1,75%
Resultado Primario	1,60%	1,00%	-1,52%
Financiamiento	-1,24%	-0,73%	1,75%

Fuente: Ministerio de Hacienda

7.1. Ejecución Presupuestaria del Gobierno Central

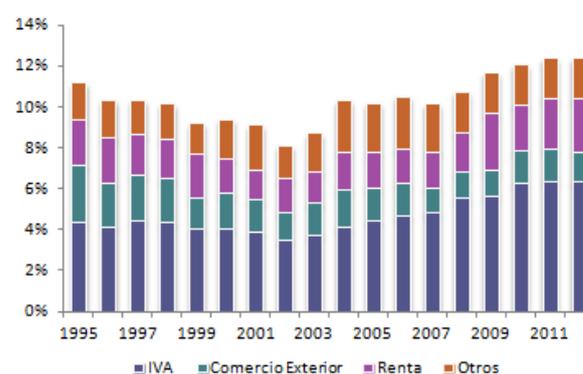
En el año 2012 el resultado de la ejecución presupuestaria del Gobierno Central fue de -1,75 % del PIB, en comparación al superávit registrado en el 2011, que fue de 0,73 %. El Resultado Primario, que permite evaluar

la sostenibilidad del déficit del sector público, en el año 2011 fue del 1 % del PIB mientras que en el 2012 el mismo alcanzó el -1,52 % del PIB, debido a que los ingresos registraron un incremento del 8,74 %, mientras que los gastos primarios registraron un incremento del 24,76 %.

7.2. Ingresos

En el año 2012, los Ingresos Corrientes del Gobierno Central ascendieron a 17,93 % del PIB, lo que significó un incremento nominal del 10,01 %, respecto a similar periodo del 2011, en el que alcanzó el 17,12 % del PIB. Los rubros que en mayor medida incidieron en este resultado fueron los Ingresos No Tributarios y en menor medida los Ingresos Tributarios.

Figura 14: Composición de los Ingresos Tributarios (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Los Ingresos Tributarios que ascienden al 12,34 % del PIB experimentaron un incremento del 4,99 %, debido principalmente a que el impuesto a la Renta, el Impuesto al

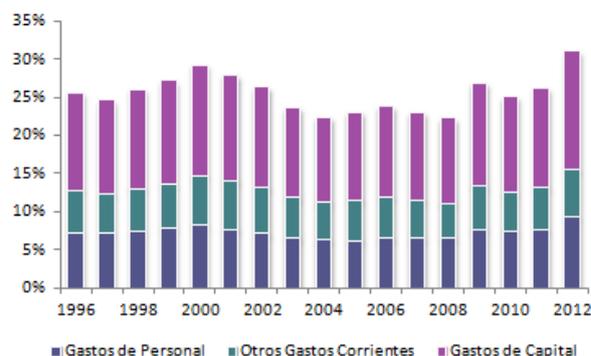
Valor Agregado (IVA) y Otros impuestos, registraron incrementos del 11,21 %, 4,32 % y 6,45 %, respectivamente, mientras el Impuesto al Comercio Exterior registró una disminución del 3,63 %.

Los Ingresos No Tributarios compuestos principalmente por los Ingresos contractuales de las binacionales Itaipu y Yacyreta, que representan el 5,59 % del PIB, experimentaron un incremento nominal del 22,96 % con relación a los mismos ingresos del 2011, debido al incremento de las compensaciones por cesión de energía proveniente de la Itaipu binacional.

7.3. Gastos

En el año 2012, los Gastos Corrientes que alcanzaron 15,47 % del PIB, registraron un incremento del 24,49 % con respecto al mismo periodo del año anterior que fue del 13,05 % del PIB.

Figura 15: Composición de los Gastos del Gobierno Central (% del PIB)



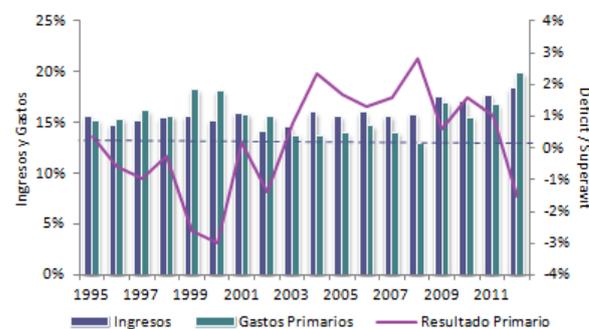
Fuente: Ministerio de Hacienda

Los Gastos de Capital del Gobierno Central, en el periodo considerado, alcanzó el 4,65 % del PIB, lo que representa un incremento del 23,39 %. Es importante destacar que la Inversión Pública (4,21 % del PIB) registra un incremento del 32,68 % en comparación a lo registrado para el mismo lapso en el 2011 (3,33 % del PIB).

7.4. Requerimiento Financiero

La Ejecución Presupuestaria del Gobierno Central correspondiente al año 2012, medido por el lado de su necesidad de financiamiento, arrojó un déficit del 1,75 % del PIB, inferior al resultado positivo obtenido en el mismo periodo del año anterior del 0,73 % del PIB. Éste déficit fue financiado en su mayor parte a través de la emisión de bonos del tesoro nacional en el mercado local.

Figura 16: Resultado Primario del Gobierno Central (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda

8. Política Monetaria

La implementación de la política monetaria durante el segundo semestre del año 2012 estuvo enmarcada claramente dentro del esquema de metas de inflación (EMI) y, por lo tanto todas las medidas implementadas estuvieron condicionadas por las proyecciones de la tasa de inflación y los posibles desvíos respecto de la meta (5%) anunciadas para el horizonte de política monetaria.

La política monetaria tiene un carácter preventivo que busca adelantarse a las presiones inflacionarias o deflacionarias. Asimismo, existen factores que afectan a la inflación pero que escapan al control del Banco Central del Paraguay (BCP), como serían los choques de oferta, los precios de los bienes importados y la sequía, motivo por el cual la inflación puede mostrar desvíos transitorios de su meta.

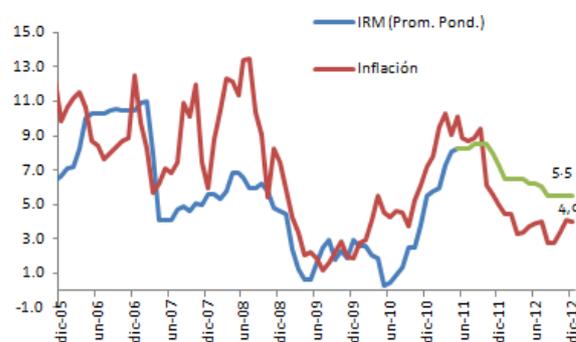
En este contexto, el Directorio de la institución decide mes a mes el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Así, esta tasa de interés se constituye en la meta operativa de la política monetaria, la que afecta con rezagos y por distintos canales de transmisión a la tasa de inflación.

El compromiso del Banco Central con una meta de inflación ayuda a enviar señales claras a los mercados, que minimizan la incertidumbre y suavizan las expectativas de inflación de los agentes económicos, convirtiendo esta última en un ancla nominal de la política monetaria. Este escenario, provee un clima favorable para obtener

mayores niveles de inversión, productividad y profundización financiera. Por todo ello, existe consenso a nivel internacional que la mejor contribución que la política monetaria puede hacer a la sociedad es el mantenimiento de una inflación baja, estable y predecible.

A lo largo del segundo semestre del año, el escenario macroeconómico que enfrentó la economía paraguaya no ha sufrido grandes cambios, en el sentido de que a nivel internacional las economías desarrolladas continúan con un débil crecimiento, mientras que en las economías emergentes se observan una recuperación aunque con cierta incertidumbre. Por otra parte, las condiciones económicas en la zona euro continuaron deteriorándose, debido a los graves problemas fiscales y financieros.

Figura 17: Tasa promedio ponderado de IRM, Tasa de Política Monetaria e Inflación (%)



Fuente: Dpto. de Estudios Monetarios y Financieros – SGGPM, BCP

En el ámbito nacional, se ha confirmado la caída del producto y la desaceleración de la demanda interna, aunque menor a lo es-

perado. La inflación total y subyacente se mantuvo a lo largo del semestre por debajo del centro del rango meta (5%). El Directorio del BCP mantuvo la tasa de Política Monetaria (TPM) a partir del mes de agosto en 5,5%, señalando que cambios futuros de la misma dependerán de las condiciones macroeconómicas externa e internas sobre las perspectivas de inflación.

8.1. Implementación de la Política Monetaria

La inflación se mantuvo por debajo de la meta (5%) durante todo el segundo semestre del año 2012, incluso situándose cercana al límite inferior del rango, aprobado por el programa monetario bajo el esquema de metas de inflación de 2012. En este escenario, y ante la perspectiva de una desaceleración de la economía, el Directorio del BCP redujo la tasa de interés de política monetaria en dos ocasiones (julio y agosto) durante el segundo semestre. Así, la Tasa de Política Monetaria (TPM) al término del primer semestre fue de 6,25%, terminando el año 2012 en 5,5%.

8.2. Instrumentos de Regulación Monetaria

La política monetaria expansiva continuó durante el segundo semestre de 2012, debido principalmente a que las proyecciones

de inflación se encontraban por debajo de la meta (5%) y el shock negativo de oferta (como consecuencia del brote de fiebre aftosa y la sequía) aún no mostraba signos de recuperación, a lo que se debe sumar la desaceleración de la demanda interna observada a través de la trayectoria del Estimador Cifras de Negocios y en la estabilización de los precios de los bienes no transables⁹.

Así, la TPM de 14 días se redujo en julio y agosto en 75 puntos básicos para estabilizarse en 5,5% y mantenerse sin variación hasta el término del año 2012. Un análisis exhaustivo del segundo semestre aportará un mejor entendimiento sobre el comportamiento de la TPM. En ese sentido, en julio de 2012 se produjo la tercera reducción de tasas desde 6,25% a 6%, considerando que la incertidumbre sobre los problemas en la economía europea no se disipaban, China y EEUU presentaban signos de desaceleración lo que junto a un menor dinamismo en la oferta agregada como consecuencia de la pérdida del status sanitario y de la sequía, más la desaceleración de la demanda interna local terminaron por reducir el ritmo de la actividad económica nacional. Por tanto, ante estos acontecimientos y sumado a que la proyección de la inflación y las expectativas de mercado se situaron en torno a la meta (5%), la autoridad monetaria decidió seguir incentivando la demanda interna, reduciendo la TPM.

En agosto, nuevamente se dio una reduc-

⁹El precio de los bienes no transables mostraron una desaceleración y estabilización entre julio y agosto respectivamente, para luego nuevamente incrementarse sostenidamente hasta finales de año, mostrando la recuperación de la demanda interna.

ción en la TPM, llegando al 5,5 %, nivel al cual cerró el año 2012. Durante este mes, seguía observándose una fuerte desaceleración en la actividad interna la cual se inició a finales de 2011 y duró a lo largo de todo el año 2012. Dado que las proyecciones de inflación se encontraban ancladas en torno a la meta, y de modo a seguir dotando de liquidez al sistema para hacer frente a los shocks negativos a la actividad económica, el Banco Central siguió con su política monetaria expansiva en el mes de referencia.

Entre los meses de setiembre a diciembre de 2012, la TPM no se modificó debido a que la actividad económica comenzó a mostrar leves signos de recuperación (el ritmo de caída de la actividad se redujo) y las proyecciones de inflación no mostraban ser una preocupación mayor hacia el futuro. En ese sentido, el sector no agrícola y el incremento del gasto de gobierno fueron factores importantes en la reducción de la desaceleración económica en el segundo semestre.

Figura 18: Instrumentos de Regulación Monetaria (Promedio ponderado, %)



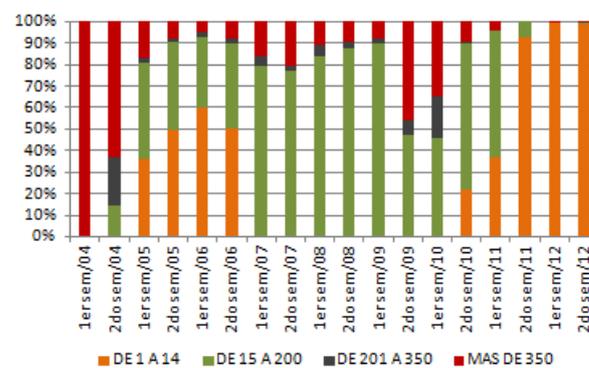
Fuente: Dpto. de Estudios Monetarios
y Financieros – SGGPM, BCP

La posición de la política monetaria en el

segundo semestre fue de carácter expansiva en los dos primeros meses del semestre para luego mantener una política monetaria neutral dada la reducción de la desaceleración de la economía así como las proyecciones de fuerte crecimiento económico esperado para el 2013.

El desempeño de la curva de tasas de los IRM en el segundo semestre del 2012 fue desde una curva con pendiente negativa (expectativa de inflación a la baja en el futuro) entre julio y agosto, para luego cambiar, en los cuatro últimos meses del año, a una curva sin pendiente, situación que podemos interpretar como un anclaje de las expectativas de inflación hacia el futuro por parte del mercado.

Figura 19: Evolución del Perfil de las Colocaciones según Plazos (Días)



Fuente: Dpto. de Estudios Monetarios
y Financieros – SGGPM, BCP

El saldo de IRM reaccionó a la política monetaria expansiva aplicada en los primeros 8 meses del año 2012, reduciéndose de Gs. 4,2 billones en diciembre de 2011 a Gs. 3,6 billones al cierre del segundo semestre de 2012. En ese sentido, el 98 % de las colocaciones de IRM se concentraron a 14 días,

ya que la TPM que fija el Banco Central es la de este plazo, por lo que las decisiones de control de liquidez de corto plazo son operativizadas mediante la modificación de esta tasa.

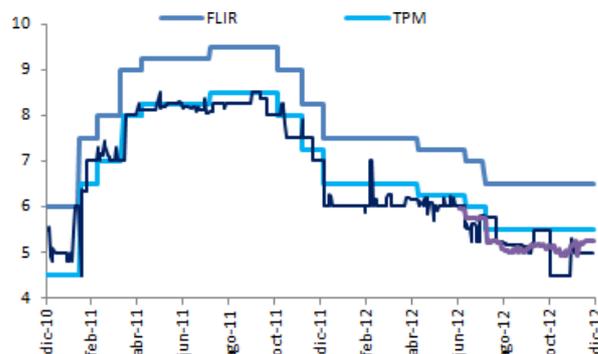
8.3. Corredor de Tasas de Interés

El BCP, dentro de su proceso de migración hacia el esquema de metas de inflación, ha configurado el corredor de tasas de interés donde la TPM es la tasa de interés de los IRM a 14 días y la tasa de facilidad de crédito la constituye la tasa FLIR (Facilidad de Liquidez de Corto Plazo con Reporto de Letras de Regulación Monetaria). Además, en julio de 2012 se introduce otro instrumento de control de liquidez a muy corto plazo (1 día) conocido como operación de *call* pasivo BCP u operación de sintonía fina. Este instrumento tiene por objetivo regular la liquidez diaria del sistema, de tal manera a que ésta converja a los niveles expuestos en el programa monetario consistente con la meta de inflación.

Como se observa en el gráfico a continuación, a lo largo del primer semestre de 2012 la tasa interbancaria se ha mantenido en torno a la TPM, y particularmente la brecha se reduce a partir de mayo. Pero, es importante destacar que esta relación se rompe con la introducción de las operaciones de sintonía fina a 1 día a partir de julio de 2012. Es así, que la referencia para la tasa interbancaria pasa a ser la tasa a 1 día, y ya no la TPM, como se puede inferir en el

gráfico. La tasa interbancaria se aleja de la TPM y fluctúa muy de cerca a la tasa *call* pasivo BCP, dado que el mercado consideró como mejor referencia esta tasa por ser similar en plazo y función a la tasa interbancaria.

Figura 20: Corredor de Tasas de Interés (%)

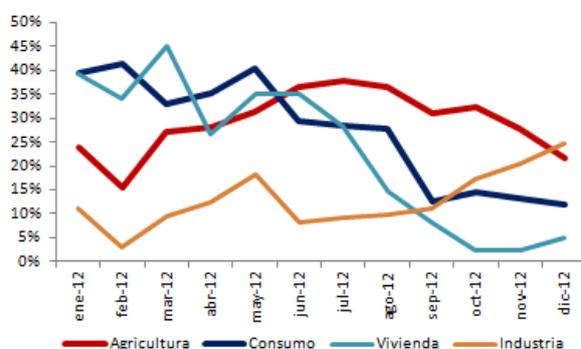


Fuente: Dpto. de Estudios Monetarios y Financieros – SGGPM, BCP

8.4. Créditos por Sectores Económicos

En el año 2012, el entorno crediticio del sistema financiero Paraguayo ha experimentado cambios en el segundo semestre del año con respecto al primer semestre. En tal sentido, se puede apreciar que los créditos a los sectores de agricultura e industria, experimentaron situaciones similares con una tendencia a la baja, sin embargo este último sector muestra una recuperación en el último trimestre del año. Por otra parte, las colocaciones para el sector vivienda presentaron una clara tendencia decreciente, con una leve mejoría en el último mes del año, en cuanto a los créditos al consumo, estos registraron una continua desaceleración.

Figura 21: Créditos por Sectores Económicos (Variación interanual)



Fuente: Dpto. de Estudios Monetarios y Financieros – SGGPM, BCP

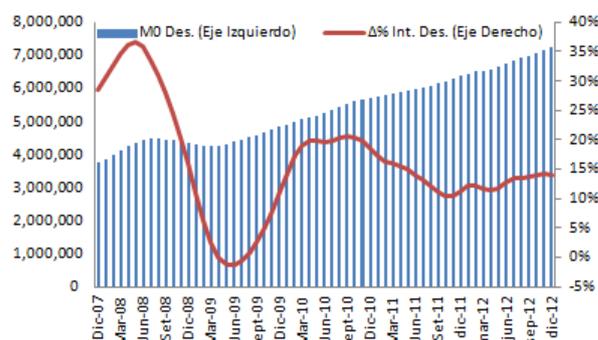
Las estimaciones preliminares muestran que el Producto Interno Bruto del 2012 se contrajo en -1,2%, lo que provocó la disminución de las inversiones reflejándose en la reducción de colocaciones de créditos. Por ello, esta situación de reducción en la dinámica crediticia se relaciona con las expectativas de los agentes económicos y no como consecuencia de tasas de interés no competitivas.

8.5. Dinero Primario y Liquidez

Durante el segundo semestre del año 2012 ha aumentado levemente el ritmo de crecimiento de la liquidez primaria, lo cual responde al carácter expansivo que tuvo la política monetaria en los dos primeros meses de ese semestre. En términos interanuales, durante el segundo semestre el crecimiento de la liquidez primaria fue del 13,8% en promedio, cifra superior al promedio del 11,9% registrado durante el primer semes-

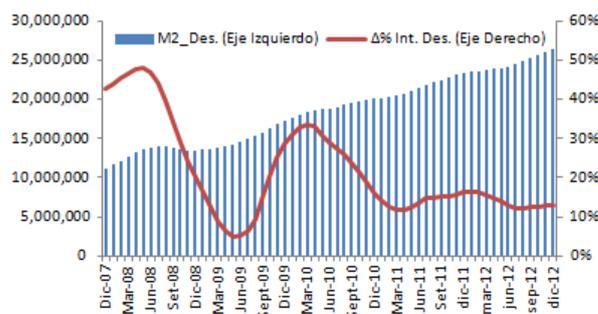
tre del año 2012. Este incremento en la liquidez fue más acorde a las necesidades de la economía considerando la retracción en el crecimiento económico en el 2012 y dado que las proyecciones mostraban a la inflación controlada hacia el futuro.

Figura 22: M0 Desestacionalizado y Variación Interanual (Mill. de Gs.)



Fuente: Dpto. de Estudios Monetarios y Financieros – SGGPM, BCP

Figura 23: Liquidez Total Desestacionalizada y Variación Interanual (Mill. de Gs.)



Fuente: Dpto. de Estudios Monetarios y Financieros – SGGPM, BCP

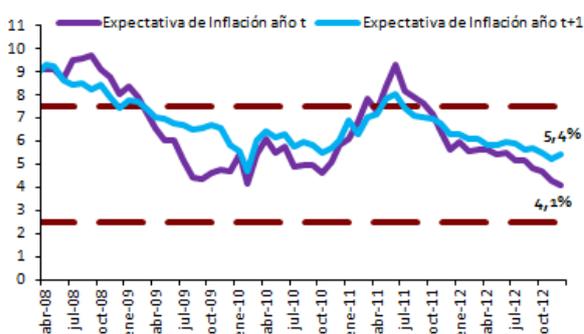
La expansión de la cantidad de dinero a lo largo del segundo semestre ha sido por el lado de los Activos Externos Netos (AEN), el Crédito Neto al Sector Público (CNSP) y las colocaciones de IRM. Por el lado de los AEN, la expansión se dio por las compras de RIN realizadas por el BCP prin-

principalmente a lo largo del segundo semestre del año, y en relación al CNSP la expansión vino por el mayor gasto corriente incurrido por el gobierno.

8.6. Expectativas de Variables Económicas

De acuerdo a la encuesta de Expectativa de Variables Económicas (EVE) que el BCP realiza mensualmente, se observó que la expectativa de los agentes económicos en relación a la inflación se ajustó gradualmente a la baja en el segundo semestre del año. Así, luego de cerrar el primer semestre con expectativas de 5,5% para el 2012, el segundo semestre terminó con expectativas del 4,1%. En cuanto a la expectativa de inflación para el año 2013, la misma disminuyó desde 5,8% en junio a 5,4% en diciembre de 2012, con lo que las expectativas culminaron muy cercanas a la meta de inflación del 5%.

Figura 24: Expectativas de Inflación (%)



Fuente: Dpto. de Estudios Monetarios y Financieros – SGGPM, BCP

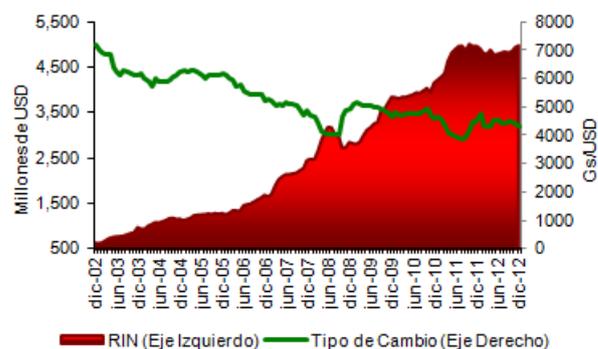
Esta reducción en las expectativas inflacionarias de los agentes económicos durante el

2012, refleja la confianza de los mismos en el compromiso del BCP con la meta de inflación establecida, lo cual se refleja en las decisiones adoptadas y en los comunicados de política monetaria emitidos por el BCP de modo a mantener la inflación en torno a la meta.

8.7. Reservas Internacionales

Un indicador económico importante de solidez, lo constituye el nivel de reservas internacionales (RIN) de un país, el cual el banco central utiliza como instrumento respaldatorio contra ataques especulativos que pudieran surgir para desestabilizar la moneda local. Mantener un nivel elevado de

Figura 25: Reservas Internacionales Netas (RIN)

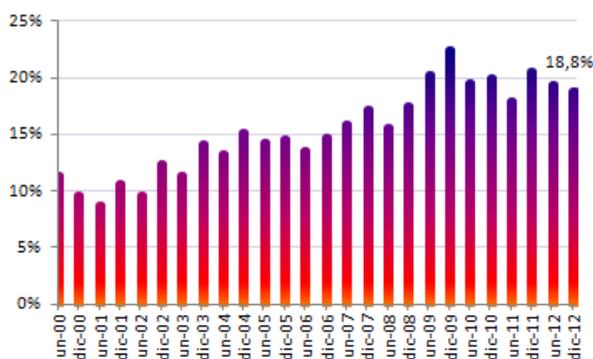


Fuente: Dpto. de Estudios Monetarios y Financieros – SGGPM, BCP

reservas internacionales resulta positivo para el país, desde el punto de vista de la defensa y resguardo que se dará a la moneda local. Resulta difícil administrar desequilibrios y shocks, tanto internos como externos, mostrando vulnerabilidad en el nivel de reservas monetarias, situación en la que

no se encuentra el Paraguay, dado su alto nivel de reservas.

Figura 26: RIN (% del PIB)



Fuente: Dpto. de Estudios Monetarios
y Financieros – SGGPM, BCP

La trayectoria de las RIN, durante casi todo el año 2012, observó una tendencia creciente. En el último trimestre del año el ritmo de acumulación fue más intenso, cerrando el 2012 con USD 4.994,4 millones, la variación interanual y mensual registrada fueron de 0,2% y 0,9% respectivamente. Al relacionar el nivel de RIN con el Producto Interno Bruto (PIB), este ratio constituyó el 18,8% del PIB en el 2012. El promedio RIN/PIB de los últimos diez años es de 17,0%, con lo que el año 2012 supera a éste promedio, mostrando el incremento de la solidez de la economía paraguaya.

8.8. Tipo de Cambio Nominal y Compras Netas de Divisas del Sector Privado

El tipo de cambio nominal en el segundo semestre de 2012 exacerbó su conducta ha

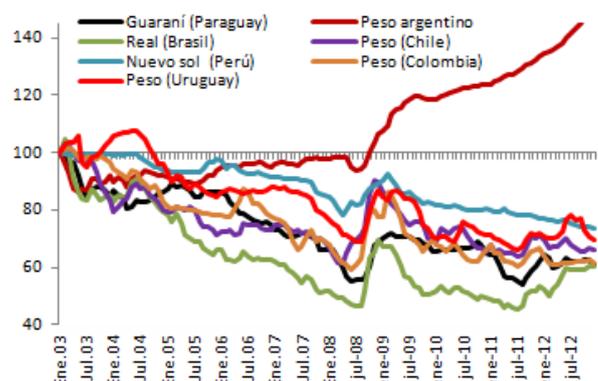
Figura 27: Tipo de Cambio Nominal y Compras Netas de Divisas a Bancos Privados



Fuente: Dpto. de Estudios Monetarios
y Financieros – SGGPM, BCP

cia la apreciación, especialmente desde el mes de noviembre. En el marco de la coyuntura prevista para el 2013 la tendencia muestra que el tipo de cambio en los próximos meses continuará reflejando el fortalecimiento de la moneda local, aunque se espera que las variaciones sean suaves.

Figura 28: Índice de Tipo de Cambio - Principales Países de la Región



Fuente: Dpto. de Estudios Monetarios
y Financieros – SGGPM, BCP

Así, en los seis últimos meses del año 2012, el tipo de cambio Gs/US\$ se apreció, y en diciembre cerró con variaciones, mensual e

interanual de -4,5 %, -5,7 %, respectivamente.

Durante el segundo semestre, para suavizar las oscilaciones del tipo de cambio, el BCP desacumuló RIN por un total de USD 156,7 millones, con el sistema financiero.

En cuanto a las principales monedas de la

región, la mayoría de las divisas dentro de la canasta de monedas cerraron el 2012 con la misma tendencia a la apreciación exceptuando el real brasileño y el peso argentino que cerraron el año con depreciación de su moneda. La crisis fiscal de Estados Unidos impulsa el posicionamiento de la moneda local como mecanismo de resguardo.