

II-2013

Informe de Política Monetaria

Banco Central del Paraguay



Prólogo

El Banco Central del Paraguay (BCP) es la autoridad económica del país encargada por la Constitución Nacional de diseñar y ejecutar la política monetaria. Por mandato legal (Ley N^o 489/95 "Organica del Banco Central del Paraguay") tiene como objetivos fundamentales preservar y velar por la estabilidad del valor de la moneda y promover la eficacia y estabilidad del sistema financiero.

El BCP instrumenta su política monetaria para el cumplimiento de sus objetivos por un lado, controlando la tasa de interés o el costo del dinero, en una perspectiva de corto plazo; y por otro lado, controlando la oferta o la disponibilidad monetaria, con visión de mediano plazo. Ambas estrategias, pretenden incidir sobre el desempeño de un conjunto de variables intermedias que ejercen influencia sobre la trayectoria de la inflación y permiten generar las condiciones para una estabilidad económica de largo plazo.

Tradicionalmente, la política monetaria del BCP estuvo centrada en un Esquema de Control de los Agregados Monetarios, especialmente del más líquido denominado M0 (billetes y monedas en circulación) cuya trayectoria de crecimiento se establecía anualmente en el programa monetario aprobado por el Directorio del BCP.

Bajo dicho esquema, los múltiples choques que aquejaron a la economía en el pasado han generado inestabilidad en la demanda de dinero, afectando con ello un prerrequi-

sito fundamental para la optimización de la política monetaria. Esta inestabilidad de la demanda de dinero ha incidido negativamente en la volatilidad de la inflación, en la profundidad del mercado de dinero, así como en el desarrollo del mercado secundario de títulos públicos.

Basado en la experiencia exitosa de Bancos Centrales que han adoptado el Esquema de Metas de Inflación, el Directorio del BCP ha anunciado la adopción del mismo a partir de mayo de 2011, tras una etapa experimental iniciada en el año 2004. Países adheridos a este esquema han logrado reducir significativamente el nivel y la volatilidad de la inflación.

Dada las exigencias técnicas y operativas para la gestión de la política monetaria bajo el Esquema de Metas de Inflación, el BCP realiza tareas de adecuación de manera a lograr una implementación plena de este esquema. En primer lugar, implementó 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. En segundo lugar, calendarizó las reuniones mensuales del Comité de Operaciones de Mercado Abierto (CEOMA) publicando al término de las mismas un comunicado de prensa exponiendo los temas y antecedentes considerados en la toma de decisiones. Por último, elabora un Informe de Política Monetaria con frecuencia semestral.

La adecuación al nuevo esquema, suma-

do a otros avances como la capitalización del Banco Central del Paraguay, permitirán conducir la política monetaria de manera más eficiente y transparente, priorizando la meta de inflación por sobre cualquier otro objetivo. Para asegurar el éxito, el BCP se apoya en técnicas modernas de gestión tales como el mejoramiento de la comunicación institucional, el fortalecimiento de las capacidades técnicas de las áreas involucradas,

la adecuación a las disposiciones normativas para el mercado financiero y monetario y la modernización legal y tecnológica del sistema de pagos.

Asimismo, en el marco de la difusión y entendimiento de sus políticas, el BCP viene trabajando de manera a contribuir a la mejor comprensión de los fenómenos y temas económicos, financieros y regulatorios.

*Directorio del Banco Central del
Paraguay*

Índice

1. Indicadores Económicos Seleccionados	9
2. Perspectivas de la Inflación	11
2.1. Escenario Base de Proyección	11
2.2. Proyecciones de la Inflación y Balance de Riesgos	12
3. Inflación	14
3.1. Empleo y Salarios	17
3.2. Mercado de Divisas	18
4. Entorno Internacional y Regional	21
4.1. Crecimiento Económico Mundial	21
4.2. Inflación Mundial	22
4.3. Precio Mundial de Commodities	23
4.4. Medidas de Política Económica Aplicadas	24
5. Sector Externo	27
5.1. Comportamiento de la Balanza de Pagos	27
5.2. Términos de Intercambio	29
5.3. Tipo de Cambio Efectivo Real	29
5.4. Cuenta Financiera y de Capital	29
6. Finanzas Públicas	32
6.1. Ejecución Presupuestaria del Gobierno Central	32
6.2. Ingresos	32
6.3. Gastos	33
6.4. Requerimiento Financiero	33
6.5. Saldo Fiscal	34

7. Demanda y Actividad	35
7.1. Perspectivas del Producto Interno Bruto	35
7.2. Contexto Mundial y Regional	35
7.3. Contexto Doméstico por el lado de la Producción	36
7.4. Contexto Doméstico por el lado del Gasto	37
7.5. Balance de Oferta y Demanda Agregadas - Saldo de Cuenta Corriente . . .	38
8. Política Monetaria	40
8.1. Implementación de la Política Monetaria	41
8.2. Instrumentos de Regulación Monetaria	43
8.3. Corredor de Tasas de Interés	44
8.4. Condiciones Crediticias	45
8.5. Dinero Primario y Liquidez	46
8.6. Expectativas de Variables Económicas	47
8.7. Reservas Internacionales	47
8.8. Tipo de Cambio Nominal	48

Índice de cuadros

1.	Supuestos del Escenario Base	11
2.	Proyecciones de la Inflación	12
3.	Crecimiento Mundial (Variación anual, %)	21
4.	Inflación Mundial (Variación anual, %)	22
5.	Balanza de Pagos	27
6.	Cuenta Corriente	28
7.	Flujos de Activos y Pasivos Seleccionados (Millones de USD)	30
8.	Saldo de Deuda Externa (Millones de USD)	30
9.	Posición de Inversión Internacional Neta (Millones de USD)	31
10.	Finanzas Públicas - Gobierno Central (% del PIB)	32
11.	Estimaciones del PIB (%)	35
12.	Crecimiento por Sectores Económicos - Incluye Binacionales (Variación interanual, %)	37
13.	PIB Real: Evolución de los Componentes por el lado del Gasto - Incluye Binacionales (Variación interanual, %)	38

Índice de figuras

1.	Proyección de la Inflación Total (2013 - 2015)	13
2.	Inflación Total y Núcleo (Variación interanual, %)	14
3.	Inflación en Alimentos (Variación interanual, %)	14
4.	Índice de Commodities Compuesto de Paraguay (Niveles y variación interanual)	15
5.	Inflación en Transables y No Transables (Variación interanual, %)	16
6.	Ingreso Nominal y Real Medio (Variación trimestral, %)	18
7.	Tasa de Desempleo Abierto (Trimestral, %)	18
8.	Evolución de las Principales Divisas (Enero-2012 = 100)	19
9.	Índice de Precios de Commodities (Enero-2005=100)	23

10.	Soja - Precio Histórico y Futuro (Bolsa de Chicago, USD/ton.)	24
11.	Precio Petróleo Brent (USD/barril)	24
12.	Tasa de Política Monetaria - Países Desarrollados (%)	25
13.	Tasa de Política Monetaria - Países Emergentes (%)	25
14.	Generación de Divisas por Principales Rubros (Millones de USD)	28
15.	Términos de Intercambio	29
16.	Posición de Inversión Internacional Neta (Millones de USD)	31
17.	Composición de los Ingresos Tributarios (% del PIB)	33
18.	Composición de los Gastos del Gobierno Central (% del PIB)	33
19.	Resultado Primario del Gobierno Central (% del PIB)	33
20.	Tasa Promedio Ponderado de IRM, Tasa de Política Monetaria e Inflación (%)	42
21.	Instrumentos de Regulación Monetaria (Promedio ponderado, %)	43
22.	Evolución del Perfil de las Colocaciones según Plazos, en Días	44
23.	Corredor de Tasas de Interés (%)	45
24.	Créditos por Sectores Económicos (Variación interanual)	45
25.	M0 Desestacionalizado y Variación Interanual (Millones de Gs.)	46
26.	Liquidez Total Desestacionalizada y Variación Interanual (Millones de Gs.)	46
27.	Expectativas de Inflación (%)	47
28.	Reservas Internacionales Netas	48
29.	Reservas Internacionales Netas (% del PIB)	48
30.	Tipo de Cambio Nominal y Acumulación/Desacumulación de Reservas . .	49
31.	Indice de Tipo de Cambio respecto al Dólar- Principales Países de la Región (Enero-2011=100)	50

Resumen

“El Fondo Monetario Internacional (FMI) aumentó las expectativas de crecimiento mundial de 3,6% (en octubre de 2013) a 3,7% (en enero de 2014) para fines de 2014. El aumento en las perspectivas de crecimiento se da en mayor medida en las economías avanzadas, que vienen mostrando señales de recuperación desde el segundo semestre de 2013.

En América Latina y el Caribe mejoran las perspectivas de crecimiento. Para finales de 2014 el FMI proyecta un crecimiento de 3,0%, por encima del crecimiento de 2,6% observado en el 2013. En Brasil, se ha reducido la expectativa de crecimiento a 2,3%, luego de la reducción tanto en la producción industrial observada al término del 2013, como en el gasto de consumo. Por otro lado, en los países altamente regulados como Argentina y Venezuela las expectativas de crecimiento económico están a la baja, en un contexto de alta inflación y debilitamiento de sus monedas.

A nivel doméstico, se estima que el crecimiento de la economía paraguaya en el año 2014 será del 4,8%, que implicará más bien un retorno a los niveles de crecimiento potencial de la economía.

El crecimiento del PIB en el año 2014 se deberá fundamentalmente a la expansión de la ganadería y de su cadena productiva (de la mano del crecimiento de las exportaciones cárnicas), al incremento de las construcciones públicas y privadas, al sector industrial, así como al moderado aumento que se

espera para la agricultura, luego de la zafra récord registrada en el periodo anterior.

Por el lado del gasto, el aumento del PIB en una tasa del 4,8% estaría explicado, principalmente, por la demanda interna.

El mayor componente del gasto, el consumo privado, verificaría una contribución a la economía en su conjunto en torno al 3,8%. Por otra parte, se registraría un aumento en la formación bruta de capital (FBK) principalmente financiadas a través de la inversión extranjera directa. Igualmente, se esperan mayores inversiones locales, motivadas por la recuperación económica de sectores claves (agricultura, manufacturas, comercio y construcciones).

Se espera para el 2014, una Balanza de Pagos con saldo positivo, y consecuentemente, un incremento de los activos de reservas. De esta manera se estima que las Reservas Internacionales alcanzarían para cubrir 8,5 meses de importaciones promedio de bienes y un ratio de 20,4% con respecto al PIB.

Por el lado del índice del Tipo de Cambio Efectivo Real, éste experimentó una apreciación de 4,3% en términos interanuales en el 2013 con respecto a la canasta de monedas de los principales socios comerciales. Al mismo tiempo, se estima que la apreciación real de la moneda nacional se mantenga, aunque en menor medida, para el 2014, considerando las estimaciones de comercio exterior y la afluencia de capitales externos.

En cuanto a la inflación, en el año 2013 se ubicó en un 3,7% interanual, menor al 4%

registrado en el año 2012, cumpliéndose 7 años de tasas ubicadas por debajo del techo del rango referencial. Por otro lado, se señala que la inflación núcleo alcanzó una tasa del 2,6 %, menor al 4,6 % verificada en el año 2012. Cabe destacar, que la evolución de los precios de consumo en los últimos años se ha mantenido en niveles relativamente bajos, destacándose que desde el año 2007 la inflación total se mantiene en niveles de un dígito, e incluso, en los últimos tres años, la misma se ha ubicado un poco por debajo de la meta de inflación de la autoridad monetaria.

El BCP continuó desarrollando durante el segundo semestre del año 2013 una serie de medidas que permitan la convergencia de la inflación en el horizonte de política, así como también dinamizar el mercado monetario para que el mecanismo de transmisión de la política monetaria sea más eficiente.

De esta manera, en el último mes del año se decidió incrementar la tasa de política monetaria (TPM) en 50 puntos básicos, para situarla en 6 %. El CEOMA consideró apropiado iniciar el retiro gradual del estímulo monetario que prevaleció por 16 meses, ya que los indicadores mostraban que a futuro la inflación se aceleraría fuertemente, de mantener la TPM en 5,5 %, no asegurándose

se la convergencia a la meta del 5 % en el horizonte de política monetaria.

De acuerdo a la encuesta de Expectativas de Variables Económicas (EVE), se observa que la expectativa de inflación para el año 2013, se redujo desde inicios de año. Al final del primer semestre de 2013 la expectativa se situó en 4,6 %, cifra que se mantuvo constante en el segundo semestre. Con respecto a la inflación esperada para el año 2014, ésta disminuyó desde 5,6 % en enero a 5,4 % en junio del 2013, manteniéndose este valor hasta octubre. Hacia finales del 2013, la expectativa de inflación para el 2014 se incrementó levemente cerrando diciembre en una tasa de 5,6 %. Este último valor se encuentra alineado al rango meta del Banco Central.

Dada la coyuntura económica, las proyecciones de la inflación para el cierre del 2014 se ubican en torno al 5,7 % y 4,8 % para la inflación total y subyacente, respectivamente, esperándose una reversión de la aceleración de la inflación para el año 2015. Asimismo, aunque las proyecciones puntuales de la inflación indican una aceleración de esta variable para el 2014, continua un sesgo importante de que la inflación se ubique por debajo del valor modal de esta proyección para el cierre de 2014. ”

1. Indicadores Económicos Seleccionados

	Proyecciones				
	(Cambio porcentual anual, a menos que se indique lo contrario)				
	2011	2012	2013	2014	2015
Ingreso y Precios					
PIB Real	4,3	-1,2	13,6	4,8	4,5
PIB Nominal	10,8	3,4	18,4	10,8	9,7
PIB Per-cápita (Guaraníes constantes)	2,6	-2,9	11,7	3,1	2,9
IPC (Fin de Periodo)	4,9	4,0	3,7	5,7	5,0
PIB por componentes del gasto - A precios de 1994					
Consumo Total					
Consumo Privado	5,5	3,2	8,7	5,8	5,0
Consumo Público	5,6	1,0	8,8	5,7	5,0
Consumo Público	5,3	21,0	7,7	6,6	5,2
Inversión Bruta Interna					
Formación Bruta de Capital Fijo	10,8	-7,5	16,7	8,5	8,5
Formación Bruta de Capital Fijo	11,0	-7,7	14,2	8,1	9,3
Sector Monetario					
M0	11,6	17,5	13,2	12,5	12,0
Base Monetaria	12,9	17,2	-3,1	13,3	12,0
M2	17,5	12,6	17,5	15,4	14,3
Crédito al Sector Privado	24,8	12,6	23,9	17,1	16,0
Depósitos Bancarios	13,9	12,2	23,8	16,3	15,0
Sector Externo					
Exportaciones (medidas en USD, FOB) 1/	20,7	-7,8	16,7	2,3	0,7
Importaciones (medidas en USD, CIF)	22,8	-6,0	7,8	6,0	1,6
Términos de Intercambio	17,4	-7,2	8,0	-1,3	-0,1
Tipo de Cambio Efectivo 2/	-10,2	-4,8	-8,2	-0,2	-1,5
Sector Fiscal - Administración Central					
Ingresos	16,8	8,8	3,9	7,9	9,9
Gastos	20,6	24,3	5,8	7,4	7,9

1/ Incluye: Exportaciones por Aduanas, Energía de Binacionales y Reexportaciones.

2/ Variación promedia anual; variación positiva indica depreciación.

Indicadores Económicos Seleccionados

	Proyecciones				
	(En porcentaje del PIB, a menos que se indique lo contrario)				
	2011	2012	2013	2014	2015
Consumo Total	80,7	81,8	78,7	79,5	80,4
Consumo Privado	70,1	69,1	66,7	67,5	67,9
Consumo Público	10,6	12,7	12,0	11,9	12,5
Inversión Bruta Interna	16,8	15,5	16,7	17,2	18,0
Formación de Capital Fijo	16,4	15,1	16,3	16,8	17,6
Cuenta Corriente	0,4	-0,9	2,1	0,6	0,4
Balanza Comercial	3,4	2,3	5,6	4,1	3,4
Exportaciones	50,3	47,2	45,7	45,3	41,6
Importaciones	46,9	44,9	40,1	41,1	38,2
Saldo - Administración Central	0,7	-1,8	-1,9	-1,8	-1,5
Ingresos Totales (Tributarios y No Tributarios)	18,0	19,0	16,6	16,2	16,2
Gastos (Corrientes y de Capital)	17,3	20,8	18,6	18,0	17,7
Variables nominales					
PIB (miles de millones de Gs)	105.203	108.832	128.896	142.783	156.669
PIB (millones de USD)	25.149	24.691	29.780	30.726	33.714
Uso de Depósito en el BCP (millones de Gs) 3/	287.724	-984.477	-785.375	850.000	n.d.
Exportaciones de Bienes y Servicios (millones de USD)	12.639	11.654	13.605	13.917	14.018
Importaciones de Bienes y Servicios (millones de USD)	11.784	11.083	11.942	12.664	12.872
Tipo de Cambio Nominal Promedio (Gs/USD)	4.183	4.408	4.328	n.d.	n.d.
Reservas Internacionales Netas (millones de USD)	4.984	4.994	5.876	6.221	6.571
M0 (en millones de Gs)	7.324.266	8.606.190	9.743.949	10.961.943	12.277.376
Base Monetaria (en millones de Gs)	11.598.785	13.591.719	13.164.168	14.915.002	16.704.803
M2 (en millones de Gs)	24.699.498	27.802.494	32.674.470	37.690.001	43.060.826
3/ Incluye saldo no utilizado de la colocación de bonos soberanos.					

2. Perspectivas de la Inflación

2.1. Escenario Base de Proyección

Para el 2014 se espera un crecimiento impulsado por economías avanzadas. Al respecto, las principales economías del mundo e incluso las de mercados emergentes empezaron a mostrar mayor dinamismo en la actividad económica a partir del segundo semestre de 2013, y con perspectivas de consolidación para el 2015.

En este contexto, y con el anuncio del retiro paulatino del impulso monetario en Estados Unidos, se restringe el margen de maniobra en los países emergentes que, por un lado, tienen la necesidad de relajar la política monetaria para consolidar el crecimiento económico y reducir la brecha negativa de la inflación y, por otro lado, deben poner freno a la probable salida de capitales con lo que necesitarían incrementar la tasa de sus instrumentos de política. Dada esta disyuntiva, quizás las medidas más populares a implementarse en los países tendrían un sesgo hacia la aplicación de instrumentos macro prudenciales y no tanto de carácter monetario.

Por su parte, la mayoría de los países de Latinoamérica gozan de una posición macroeconómica y financiera suficientemente respaldada como para mitigar el impacto de los vaivenes internacionales. En gran parte de los países con meta de inflación se espera una menor presión de la inflación en el horizonte de política monetaria, hecho que

les permite disminuir sus tasas de referencia para fortalecer el crecimiento económico. Sin embargo, Brasil está experimentando una coyuntura distinta a lo observado en los otros países con meta de inflación, con un crecimiento que se ha revisado a la baja y una tasa de inflación en aumento y con expectativas de aceleración. En consecuencia, la autoridad monetaria tuvo que incrementar la tasa de referencia en los últimos meses.

Cuadro 1: Supuestos del Escenario Base

	2014	2015
PIB Mundial*	3.7	3.9
PIB Brasil*	2.3	2.8
PIB China*	7.5	7.3
PIB Paraguay	4.8	4.7
Precio del Petróleo Brent (USD/Barril)**	104.4	99.9
Precio del Maíz (USD/Bushel)**	480	479
Precio de la Soja (USD/Bushel)**	1175	1125
Precio del Trigo (USD/Bushel)**	716	711
Precio del Ganado (centavos de USD/Libra)**	138.4	131.6

* WEO, Enero de 2014.

** Bloomberg.

Fuente: Elaboración propia.

En lo que respecta al mercado internacional, las proyecciones para los precios de los principales productos de exportación, como la soja y la carne vacuna, se mantienen. Si bien no se esperan incrementos, la media esperada continúa muy por encima de los precios históricos y no existen fundamentos para que cambien abruptamente.

A nivel de la economía doméstica, se mantienen las buenas perspectivas ya señaladas en el informe anterior, aunque las expectativas de crecimiento para el 2014 y 2015 apuntan a una reversión de la fuerte expan-

sión registrada en el 2013 hacia niveles más próximos a su tendencia de largo plazo.

En los últimos meses se ha observado cierta inestabilidad en el mercado cambiario que se ha reflejado en el ajuste, aunque no muy importante, de algunos precios de la canasta familiar. Asimismo, se han recuperado los mercados internacionales más relevantes de la carne, se ajustaron los precios de algunos servicios públicos y el salario mínimo de la economía, factores que en conjunto incidirán para generar una mayor presión inflacionaria en el horizonte de política monetaria.

Por otro lado, a partir del 2012 el fisco ha pasado de una instancia superavitaria a deficitaria, situación que de mantenerse podría implicar presiones adicionales sobre la inflación futura.

En contrapartida, la demanda privada sigue sin responder completamente a la dinámica de la actividad económica por el lado de la producción. Sin embargo, sectores que generan un gran efecto multiplicador de la economía, como el sector de la construcción, se mantienen dinámicos y de continuar esta tendencia podría ayudar a expandir el consumo en el horizonte de política monetaria.

Para el 2014, se mantiene la proyección del crecimiento del 4,8% y se espera una dinámica parecida para el 2015, con lo que la demanda se mantendría en torno al crecimiento tendencial del 5%.

2.2. Proyecciones de la Inflación y Balance de Riesgos

Acorde con lo mencionado previamente, desde la perspectiva local, se espera una mayor presión para la inflación por efecto base, el ajuste de las tarifas públicas y el salario mínimo, mayor aceleración de la demanda agregada y un fisco más expansivo.

A esto se agrega el contexto internacional, cuyo efecto neto dependerá de la consolidación de las principales economías del mundo que, por un lado, implicaría una aceleración de la actividad económica especialmente en los países proveedores de materia prima para el consumo e insumos para la producción en los país industrializados y, por otro lado, una reversión de los flujos de capitales y encarecimiento del crédito.

Cuadro 2: Proyecciones de la Inflación

	Inflación Total	Inflación Subyacente
Dic-14	5,7	4,8
Dic-15	5,0	5,0

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

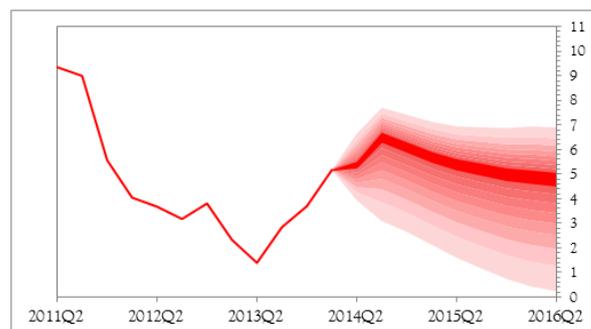
Al respecto, es bueno mencionar que, a diferencia de algunos países de la región, el desempeño actual de la economía paraguaya es bastante robusto, con un sistema financiero estable y líquido, un nivel de reservas internacionales que genera confianza, un bajo nivel de endeudamiento público y, por sobre todo, buenas expectativas de crecimiento para el 2014 y el siguiente año. Por lo tanto, a menos que las perturbacio-

nes financieras internacionales sean de magnitud considerable que impliquen cambios sustanciales en los movimientos de capital, los mismos no implicarían mayores riesgos en este horizonte de política monetaria para la economía paraguaya.

En este contexto, las proyecciones de la inflación para el cierre del 2014 se ubican en torno al 5,7% y 4,8% para la inflación total y subyacente, respectivamente, esperándose una reversión de la aceleración de la inflación para el año 2015. Asimismo, aunque las proyecciones puntuales de la inflación indican una aceleración de esta variable para este año, continúa un sesgo importante

de que la inflación se ubique por debajo del valor modal de esta proyección para el cierre de 2014.

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

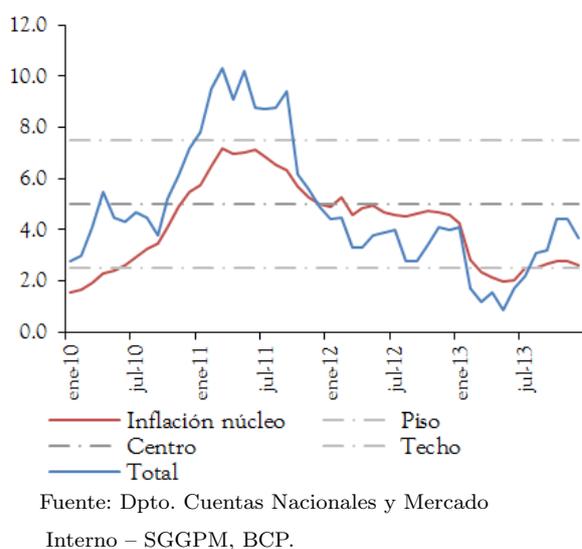


Fuente: Dpto. de Síntesis Macroeconómica e Investigación – SGGPM, BCP.

3. Inflación

La inflación del año 2013 se ubicó en 3,7%, menor al 4% registrado en el año 2012. Por otro lado, se señala que la inflación núcleo¹ alcanzó una tasa del 2,6%, menor al 4,6% verificada en el año 2012. Cabe destacar, que la evolución de los precios de consumo en los últimos años se ha mantenido en niveles relativamente bajos, destacándose que desde el año 2007 la inflación total se mantiene en niveles de un dígito, e incluso, en los últimos años, la misma se ha ubicado por debajo de la meta de inflación de la autoridad monetaria.

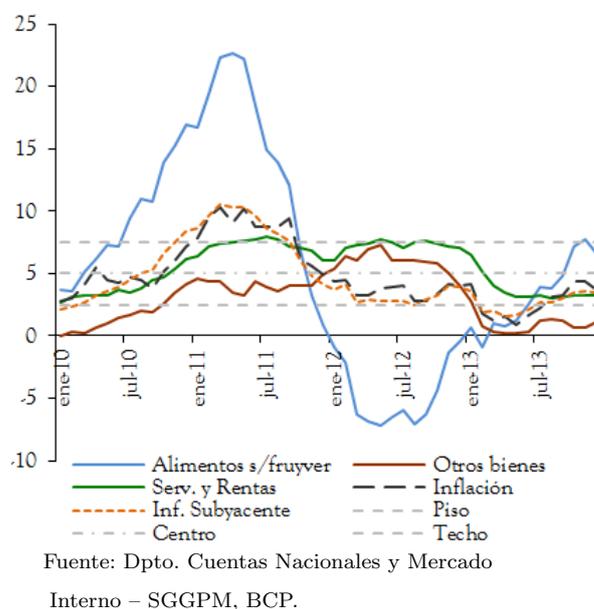
Figura 2: Inflación Total y Núcleo (Variación interanual, %)



Por su parte, la inflación núcleo, que observó un cambio en su patrón inflacionario hacia finales del primer semestre, verificó un ritmo de incremento interanual menor al de la inflación total.

¹La inflación núcleo es el promedio simple de los siguientes indicadores de inflación subyacente: inflación núcleo media truncada (suavizada), inflación núcleo media truncada (no suavizada), inflación núcleo por exclusión e inflación núcleo doble ponderación.

Figura 3: Inflación en Alimentos (Variación interanual, %)



Desde inicios del año 2013, la inflación doméstica mostró una trayectoria levemente descendente, la cual fue acentuada por los ajustes a la baja en los precios del gasoil y del pasaje urbano, motivados por la coyuntura cambiaria verificadas durante el primer trimestre. Este comportamiento de los precios de consumo se extendió hasta el mes de mayo, para luego registrar un cambio al alza en su trayectoria interanual, en coincidencia con subas de precios apuntadas en los alimentos, y en menor medida, en las tarifas de los servicios de comunicación.

En los alimentos, se destacó el repunte exhibido por los precios de los productos cárnicos, especialmente desde el segundo semestre del 2013, considerando que a inicios

de 2014 este rubro registró una reducción de precios, en contraste con las expectativas de incremento de precios esperado por los agentes económicos que se venía verificando desde agosto de 2012, conforme con el ímpetu registrado por las exportaciones de carne vacuna a los mercados internacionales desde el año anterior.

Esta reducción inicial de las cotizaciones domésticas de la carne respondió, en parte, al gran dinamismo de la industria cárnica caracterizada por un alto volumen de faenamiento en los frigoríficos, motivado por las ventas externas, pero también por la sequía que afectó a las principales regiones ganaderas del país, incluso hasta el tercer trimestre del 2013.

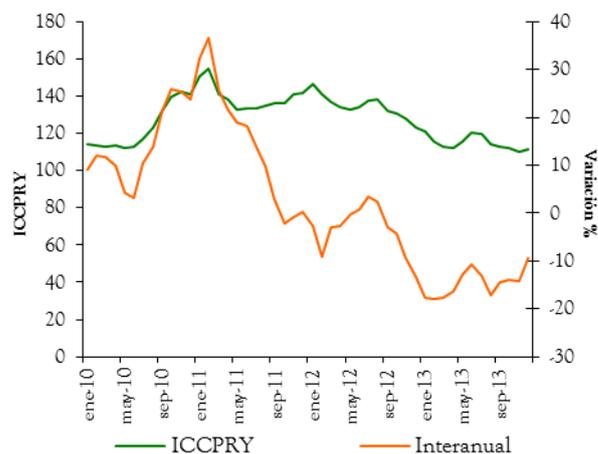
Con la reapertura del mercado chileno desde inicios del segundo semestre y la normalización de las condiciones climáticas en las principales zonas ganaderas a finales del tercer trimestre, los precios cárnicos finalmente experimentaron un alza consistente con los pronósticos que anticipaban este comportamiento, en dirección a los niveles de cotización del período pre-aftosa². Igualmente, la mejora en las condiciones del campo redujo la oferta de ganando en pie, contribuyendo al alza de los precios a nivel del consumidor.

La recuperación del Estatus Sanitario de “País Libre de Aftosa con Régimen de Vacunación” en la última parte del año, también contribuyó a la revalorización de la carne vacuna al abrir la posibilidad de exportar a mercados mucho más exigentes co-

²Verificado en el mes de octubre de 2011.

mo la Unión Europea y EE.UU.

Figura 4: Índice de Commodities Compuesto de Paraguay (Niveles y variación interanual)



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

Por otro lado, algunos sustitutos de la carne vacuna también acompañaron la dinámica de precios de los derivados bovinos, como el cerdo y el pollo.

Dentro de los rubros alimenticios también se destacaron las subas de precios de los cereales y derivados, especialmente los incrementos de precios verificados en la harina y los productos panificados desde inicios de año, aunque con mayor intensidad durante la segunda parte del 2013. Entre los factores que explican este comportamiento se mencionan: el aumento de la cotización internacional del trigo a finales del año 2012, la caída de la producción mundial de trigo resultado de condiciones climáticas adversas, y el notable incremento de la exportación de harina de trigo con destino al mercado brasileiro en 2013 (en respuesta a

diferenciales de precios favorables respecto al mercado doméstico).

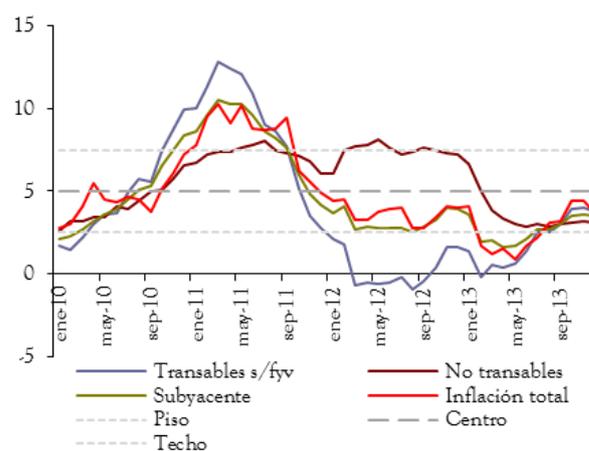
No obstante, la recuperación de la producción mundial de trigo durante el año 2013³, acompañado de la paulatina reducción de su cotización a nivel internacional, comenzó a atenuar la presión sobre los precios de los derivados del cereal hacia finales de año.

También se destacan las subas de precios registradas por los productos lácteos, explicada, en parte, por una reducción de la oferta de materia prima como consecuencia de las disminuciones de precios a nivel del productor verificadas en el año anterior, y que desestimularon la producción de “leche cruda” en el 2013. De esta forma, los incrementos de costos de los lácteos, vía insumos, fueron trasladados a los productos finales, destacándose el importante aumento de precios verificado en el queso.

En el año 2013, la dinámica de las cotizaciones de algunos productos alimenticios también fue afectada por diferenciales de precios en favor de productos argentinos⁴, entre los que se mencionan bienes como aceites y azúcar, algunos productos de limpieza para el hogar, bebidas, cuidado personal, entre otros. No obstante, este ingreso

de productos argentinos llevó a las autoridades competentes a implementar medidas de contención para reducir el flujo comercial a lo largo del año, con más énfasis en el último trimestre del 2013.

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



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

Los bienes derivados del petróleo a comienzos del año mostraron una baja de precios, favorecida por la pérdida del valor del dólar a inicios del 2013. Así, el precio del gasoil⁵ fue revisado a la baja, como también los precios del pasaje urbano⁶ e interurbano⁷. Igualmente, se observaron reducciones en los precios de la nafta, del gas carburante y del gas licuado de uso doméstico.

³Los pronósticos más recientes cifran la producción de trigo de 2013 en niveles sin precedentes, conforme a datos de la Organización para la Alimentación y la Agricultura (FAO, por sus siglas en inglés).

⁴La depreciación del Peso Argentino (en el mercado paralelo), más la vigencia de subsidios para algunos productos argentinos, favorecieron el comercio vía frontera.

⁵Resolución PRE N° 058/13. Petróleos Paraguayos (PETROPAR) – Resolución PRE N° 438/13 (PETROPAR).

⁶Decreto N° 10.546 Presidencia de la República del Paraguay.

⁷Decreto N° 10.564 Presidencia de la República del Paraguay.

⁸En la postergación del ajuste del precio del gasoil incidió su impacto en el precio del pasaje y/o en el monto de subsidio que el fisco transfiere a las empresas transportistas. La decisión quedó aplazada para el año 2014, existiendo una alta probabilidad que el precio del pasaje sea incrementado a inicios de año, considerando que el Poder Legislativo finalmente rechazó el pedido del Ejecutivo de incorporar el subsidio

No obstante, durante el tercer trimestre del año estos rubros, salvo el gasoil⁸, presentaron incrementos de precios, comportamiento nuevamente relacionado con la revalorización observada en el comportamiento del dólar durante el segundo trimestre del 2013.

La evolución interanual de los bienes duraderos de la canasta también observó un comportamiento bastante correlacionado con la trayectoria del tipo de cambio Guaraní/Dólar a lo largo del año. Así, al principio del año los “duraderos” registraron una reducción de su tasa interanual, incluso con algunos registros negativos, para posteriormente elevar su tasa hacia finales del primer semestre. Durante la segunda parte del año registraron un comportamiento más estable, en línea con la relativa estabilidad del mercado cambiario.

Finalmente, el segmento “servicios y renta” observó un comportamiento a la baja, ubicándose a finales de 2013 en un nivel menor a la tasa observada a inicios del mismo año⁹. No obstante, dentro de los servicios se destacan los incrementos de precios puntuales en comunicaciones, especialmente en los servicios de telefonía móvil.

3.1. Empleo y Salarios

El número de personas ocupadas registró un alza de 5,4% en el cuarto trimestre del año 2013 respecto al mismo período del año en el presupuesto 2014.

⁹En enero de 2013 la inflación interanual de los “servicios y renta” se situaba en un 6,5%, mientras que en el mes de diciembre del mismo año, la variación interanual estaba en un 3,3%.

¹⁰Principales Resultados de la Encuesta Continua de Empleo de Asunción y Central Urbano de la Dirección General de Estadística, Encuestas y Censos (DGEEC).

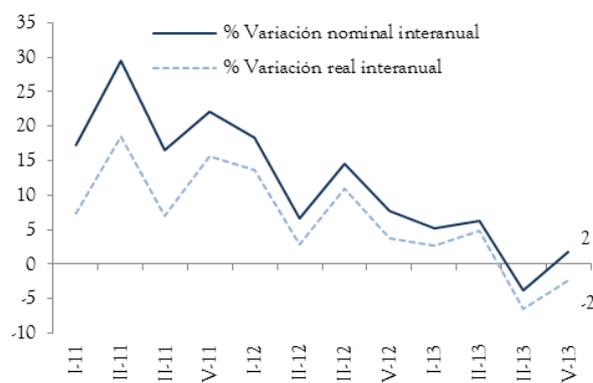
anterior¹⁰.

El comportamiento del mercado laboral en este período, estuvo explicado en parte, por el aumento del empleo en el sector secundario, reflejo de la gran dinámica en la generación de empleos en el sector de la construcción, y en menor medida en el sector industrial manufacturero. En tanto que el sector terciario, presentó una buena dinámica en la creación de empleos, liderado por la generación de empleos en los servicios comerciales, sociales y personales, y en menor medida por los servicios de comercio; restaurantes y hoteles, y los servicios de transporte, comunicación, finanzas e inmuebles.

Este desempeño en el mercado laboral resultó en un incremento de 63.900 puestos de trabajo hasta el cuarto trimestre de 2013 en relación al mismo período del año anterior.

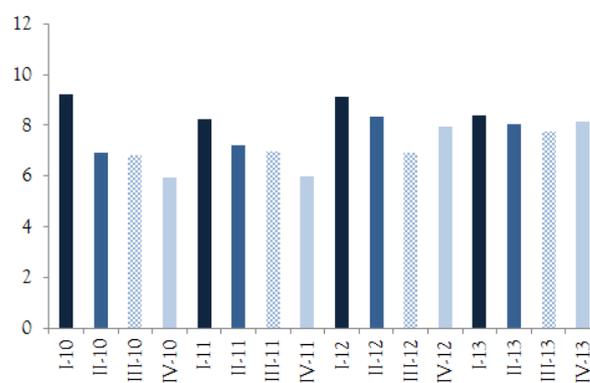
Las empresas que mostraron un mayor dinamismo en la creación de nuevo empleo fueron las grandes y medianas empresas, en ese orden, mientras que las unipersonales exhibieron una buena expansión, en tanto que en las pequeñas empresas se perdieron empleos.

Figura 6: Ingreso Nominal y Real Medio (Variación trimestral, %)



Fuente: Encuesta Continua de Empleo (ECE), DGEEC.

Figura 7: Tasa de Desempleo Abierto (Trimestral, %)



Fuente: Encuesta Continua de Empleo (ECE), DGEEC.

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 aumento interanual de 1,7% en el cuarto trimestre de 2013, respecto a igual período del año anterior.

En términos reales el ingreso medio mensual experimentó una caída media de 2,3% en el período de referencia, por debajo del 3,8% observado en el mismo trimestre del año anterior.

¹¹El índice DXY mide el valor del dólar americano respecto a una canasta compuesta por las siguientes monedas: Euro 57,6%, Yen 13,6%, Libra Esterlina 11,9%, Dólar Canadiense 9,1%, Corona Sueca 4,2% y Franco Suizo 3,6%.

Por su parte, la tasa de desempleo abierto se situó en 8,1%, por encima de la tasa de 7,9% observada en el mismo período del año anterior, reflejo de la menor capacidad de absorción de mano de obra del mercado laboral, ya que la mano de obra incorporada al mercado de trabajo no fue absorbida en su totalidad.

De esta manera, el desempeño del mercado laboral, que si bien presentó una expansión del empleo, observó una reducción del ingreso real medio, lo que ha dado una menor capacidad de compra dirigida al mercado de bienes y servicios para sostener un mayor volumen de ventas de las empresas.

3.2. Mercado de Divisas

Durante la segunda mitad del año 2013 el dólar americano ha presentado un comportamiento menos volátil, en comparación a

la primera mitad del año. En el periodo Julio-Diciembre de 2013, el dólar (medido a través del Índice DXY¹¹) presentó una depreciación de 3,6 % frente a las monedas de sus seis principales socios comerciales. A fines de Diciembre de 2013 se acumuló una apreciación interanual de 0,4 %. Ya desde inicio de año se pronosticaba un alza del dólar frente a estas monedas a consecuencia de medidas de política destinadas a prevenir el “abismo fiscal” y un posible retiro del estímulo monetario del FED, sin embargo la apreciación fue leve. En el mes de Diciembre de 2013, la moneda norteamericana vio un retroceso a pesar del anuncio del inicio del retiro del estímulo monetario, debido en parte a la incertidumbre generada por la medida tomada por la FED.

Figura 8: Evolución de las Principales Divisas (Enero-2012 = 100)



Fuente: Bloomberg.

Las expectativas de un repunte del crecimiento económico, un aumento del consumo y comercio para el 2014, todavía no se reflejan en un dólar más fuerte, a inicios de 2014. Esto se debe a datos del mercado la-

boral que aún no son concluyentes y a las debilidades en el sector de la construcción que todavía generan incertidumbre sobre el desempeño de la economía. Sin embargo, se espera que el retiro de los estímulos monetarios sea un soporte para el dólar en la medida que se vaya concretando.

Por su parte, el euro presentó un comportamiento más volátil en la segunda mitad del año 2013, en comparación a lo observado durante la primera mitad del mismo. En el periodo Julio-Diciembre de 2013 el euro se apreció en 5,3 %, luego de una depreciación de 1,5 % observada en el periodo Enero-Junio de 2013, lo que produjo una apreciación acumulada de 4,2 % durante todo el año. Dicha apreciación responde a la mayor demanda de activos europeos, lo que refleja el aumento de la confianza en dichos países y, a la vez, la reducción en la confianza hacia países emergentes. Sin embargo, las perspectivas económicas para el 2014 permanecen frágiles, dadas las condiciones financieras, los datos del mercado laboral, la lenta recuperación económica, y la política monetaria expansiva, por lo tanto, se espera que el euro mantenga una tendencia a la baja.

En los dos primeros meses de 2014 la libra esterlina ha presentado una leve apreciación con respecto al dólar americano. En el periodo Julio-Diciembre de 2013 esta moneda experimentó una apreciación de 8,1 %. Para fines de 2014, se espera un tipo de cambio levemente depreciado en relación al dólar americano, teniendo en cuenta que el Banco de Inglaterra todavía dispone de mu-

cho espacio para mantener su política monetaria expansiva.

En el mercado asiático, el yen japonés ha presentado una fuerte depreciación. Es así que durante el año 2013, la moneda japonesa acumuló una depreciación con respecto al dólar americano de 21,3%, lo cual es reflejo de la política del Banco Central de Japón de expandir masivamente su hoja de balance, con el objeto de contrarrestar la lenta dinámica de precios que el país experimenta hace tiempo. Para el 2014, se espe-

ra que la moneda se deprecie levemente.

En la región, el real brasilero experimentó una fuerte depreciación frente al dólar durante el 2013, alcanzando 15,1% la depreciación observada para el periodo. La moneda tuvo este comportamiento luego de una importante salida de capitales durante el 2013, una cuenta corriente deficitaria y una inflación persistente. Para el 2014 se espera una leve depreciación de la moneda, en la medida que las condiciones macroeconómicas continúen con la misma tendencia.

4. Entorno Internacional y Regional

4.1. Crecimiento Económico Mundial

El FMI aumentó las expectativas de crecimiento mundial de 3,6 % (en octubre de 2013) a 3,7 % (en enero de 2014) para fines de 2014. El aumento en las perspectivas de crecimiento se da en mayor medida en las economías avanzadas, que vienen mostrando señales de recuperación desde el segundo semestre de 2013. De acuerdo al FMI, el impulso de demanda por parte de las economías avanzadas generó un aumento de la actividad económica en las economías emergentes a través de las exportaciones. Sin embargo, esta mayor actividad comercial en los países emergentes sigue acompañada por una demanda doméstica que se mantiene estancada. Los mayores riesgos continúan siendo aquellos relacionados con el retiro del estímulo monetario en los Estados Unidos, que generaría condiciones financieras más restringidas mediante la salida de capitales, el aumento de las tasas de instrumentos de deuda y la depreciación de las divisas.

La economía estadounidense mantuvo un crecimiento moderado de 1,9 % en el 2013, con un repunte de la actividad económica en la segunda mitad del año. No obstante, gran parte del crecimiento había sido explicado por incrementos de inventario de naturaleza temporal. Para el 2014, los pronósticos indican un repunte de la actividad económica a 2,8 %, a pesar del lento despegue a inicios del año, cuando la activi-

dad económica se vio disminuida por factores climáticos. El crecimiento estimado para 2014, estaría estimulado por un aumento en la demanda doméstica, gracias al impulso fiscal derivado de la solución (aún temporal) de las restricciones presupuestarias.

Cuadro 3: Crecimiento Mundial (Variación anual, %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Mundo	5,1	3,9	3,1	3,0	3,7	3,9
Economías Avanzadas	3,0	1,7	1,4	1,3	2,2	2,3
Estados Unidos	2,4	1,8	2,8	1,9	2,8	3,0
Zona Euro	2,0	1,5	-0,7	-0,4	1,0	1,4
Japón	4,5	-0,6	1,4	1,7	1,7	1,0
Ec. Emergentes y en Des.	7,4	6,2	4,9	4,7	5,1	5,4
A. Latina y el Caribe	6,1	4,6	3,0	2,6	3,0	3,3
China	10,4	9,3	7,7	7,7	7,5	7,3
India	10,1	6,3	3,2	4,4	5,4	6,4
Rusia	4,3	4,3	3,4	1,5	2,0	2,5
Brasil	7,5	2,7	1,0	2,3	2,3	2,8

Fuente: FMI, WEO.

En la Zona Euro, las proyecciones de crecimiento económico para el 2014 pasan a rangos positivos, luego de dos años consecutivos de resultados negativos. Así, para el 2014 se espera un crecimiento de 1,0 %, pero con marcadas diferencias en el ritmo de crecimiento entre los países de la región. El aumento de la actividad económica todavía no fue acompañado por una disminución en la tasa de desempleo, que durante todo el 2013 y principio del 2014 se mantuvo entorno al 12 %, cifra históricamente alta cuando se la compara con los registros estadísticos anteriores. Esto, sumado a los niveles todavía altos de endeudamiento y la fragmentación financiera, propicia un estancamiento de la demanda doméstica que se ve contrarrestada por un aumento de las

exportaciones.

En Japón, se proyecta un crecimiento económico de 1,7% para el término de 2014, por debajo de las expectativas disponibles anteriormente. Japón continúa con la política de incrementar la base monetaria con el objeto de empujar los bajos niveles de inflación hacia la meta. A inicios de 2014 implementó un incremento de los impuestos indirectos, sin embargo se espera que el impulso fiscal sea positivo para el mencionado año, por medio de un aumento del gasto.

En China se espera un crecimiento del 7,5% en el 2014, luego de un buen desempeño en el segundo semestre del año anterior, cuando la economía se había expandido gracias al repunte de la inversión. Sin embargo, el crecimiento de la inversión sería temporal, dadas las medidas que el gobierno viene imponiendo para reorientar la estructura de la economía hacia la demanda doméstica. Para el 2015, se espera una moderación del crecimiento en torno al 7,3%.

En América Latina y el Caribe mejoran las perspectivas de crecimiento. Para finales de 2014 el FMI proyecta un crecimiento de 3,0%, por encima del crecimiento observado en el 2013 de 2,6%. En Brasil, se ha reducido la expectativa de crecimiento a 2,3%, luego de la reducción tanto en la producción industrial observada al término del 2013, como en el gasto de consumo. Por otro lado, en los países altamente regulados como Argentina y Venezuela las expectativas de crecimiento económico están a la baja, en un contexto de alta inflación y de-

bilitamiento de sus monedas.

4.2. Inflación Mundial

A nivel mundial no se prevén presiones inflacionarias para el 2014, a excepción de Japón, en donde la política monetaria está enfocada en incrementar la inflación para contrarrestar la caída de precios que el país experimenta desde hace tiempo.

Cuadro 4: Inflación Mundial (Variación anual, %)

	2010	2011	2012	2013	2014
Economías Avanzadas	1,5	2,7	2,0	1,4	1,8
Estados Unidos	1,6	3,1	2,1	1,4	1,5
Zona Euro	1,6	2,7	2,5	1,5	1,5
Japón	-0,7	-0,3	0,0	0,0	2,9
Ec. Emergentes y en Desarrollo	5,9	7,1	6,1	6,2	5,7
China	3,3	5,4	2,6	2,7	3,0
América Latina y el Caribe	5,9	6,6	5,9	6,7	6,5

Fuente: FMI.

En Estados Unidos, la inflación se mantuvo moderada durante el 2013, y para el 2014 se proyecta una tasa de inflación de 1,5%, por debajo de la meta de largo plazo de 2% del FED. La expectativa de inflación sigue manteniéndose a la baja en el mediano plazo, la cual responde a una actividad económica que todavía no termina de recuperarse.

En la Zona Euro, se proyecta una inflación de 1,5% para el 2014, al igual que el año anterior, por debajo del objetivo del Banco Central Europeo (BCE) de mantener las tasas anuales de inflación cercanas al 2%. Los bajos niveles de inflación se proyectan en un contexto de poca dinámica del crédito, un mercado laboral reprimido y una ac-

tividad económica aún debilitada. Por tanto, se espera que el Banco Central Europeo mantenga sus estímulos de política monetaria.

En China, se proyecta una inflación de 3,0% para fines del 2013, luego de haber observado una inflación de 2,7% un año atrás. No obstante, se espera que la inflación se mantenga por debajo de la meta del gobierno de 3,5% anual. Las pocas presiones inflacionarias proyectadas para el año dan mayor espacio a las autoridades chinas a promover políticas de crecimiento económico.

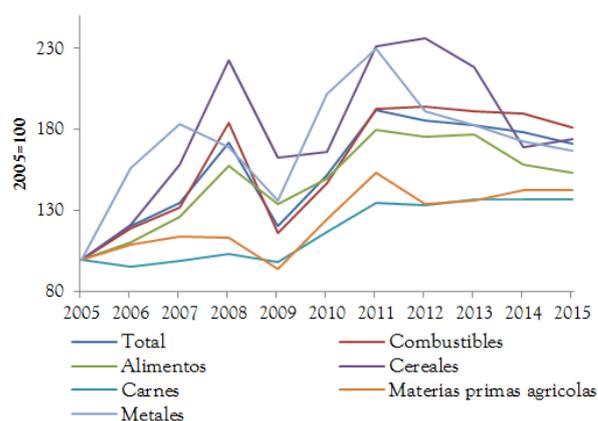
En Latinoamérica y Caribe, se pronostica una ligera reducción de la inflación para el 2014 en relación al 2013, desde 6,7% a 6,5%. Esta cifra se ubica por encima de la meta de algunos países que se manejan por el régimen de metas de inflación. La inflación continúa siendo problema particularmente agudo, en Venezuela y Argentina donde la política monetaria no se ha ajustado al continuo incremento de los precios.

En Brasil, las expectativas de inflación se sitúan por encima de la meta de 4,5%, al igual que en el año anterior, y la política monetaria continuará enfocándose en contener la subida de precios a pesar de las bajas expectativas de crecimiento económico.

4.3. Precio Mundial de Commodities

Los precios internacionales de commodities disminuyeron levemente en 1,6% durante el año 2013, y se proyecta una disminución de 2,4% para fines del 2014, de acuerdo a las cifras compiladas por el FMI. Al respecto, los mercados a futuro muestran que la mayoría de los precios de commodities permanecerán inalterados, a excepción de productos alimenticios como el maíz, el café y el trigo. Se espera una tendencia a la baja para los precios del crudo debido a mayor oferta por parte de países fuera de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). En cuanto a la soja, los precios a futuro se mantienen a la baja dada las buenas perspectivas de cosechas en América del Sur.

Figura 9: Índice de Precios de Commodities (Enero-2005=100)



Fuente: FMI.

De acuerdo al Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA), la producción mundial de soja para la temporada 2013/2014 fue revisada a la baja debido a

una reducción en las cosechas en América del Sur por condiciones climáticas adversas (altas temperaturas y sequía), sin embargo los niveles de producción estimados permanecen por encima de aquellos registrados en la temporada 2012/2013. En cuanto a la demanda, se estima que las importaciones chinas permanecerán elevadas en lo que resta del 2014.

Se proyecta un incremento del 0,2% en la producción mundial de carne vacuna para finales del 2014. También se pronostica un aumento del 3,4% en las exportaciones de carne, principalmente desde Brasil e India. Las importaciones se mantendrán fuertes en Asia, especialmente en China, donde se proyecta que el consumo supere a la producción.

Figura 10: Soja - Precio Histórico y Futuro (Bolsa de Chicago, USD/ton.)



Fuente: Reuters.

En cuanto a la producción de granos, se estima que continúe el aumento en la producción mundial de trigo para la temporada 2013/2014, iniciado en la temporada anterior. También se espera un aumento en el comercio exterior de este producto, ocasionado

por el incremento de las exportaciones europeas y rusas.

La cotización del crudo, mostró una tendencia ascendente durante la segunda mitad del 2013, luego de una reducción observada en la primera mitad del año. Para el 2014, los mercados a futuros muestran una leve reducción en los precios, con un precio por barril de USD 104 a diciembre de 2014, por debajo de los USD 110 observados en diciembre de 2013.

Figura 11: Precio Petróleo Brent (USD/barril)



Fuente: Reuters.

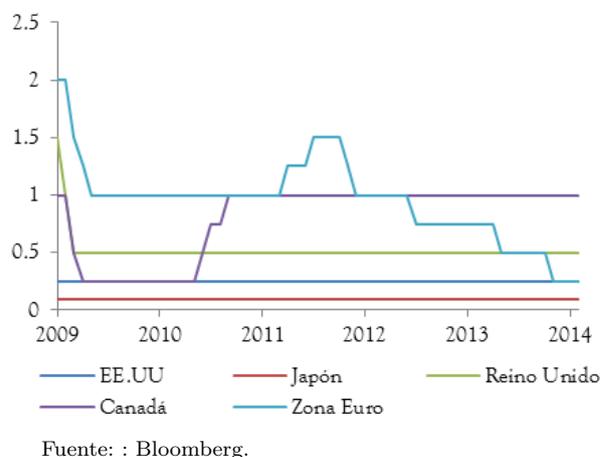
4.4. Medidas de Política Económica Aplicadas

Durante el segundo semestre de 2013, las tasas de política monetaria se mantuvieron sin cambios en las economías avanzadas, salvo en el BCE, que decidió ubicar su tasa en un mínimo histórico de 0,25% desde el mes de noviembre.

En Estados Unidos, el FED inició el retiro del estímulo monetario en enero de 2014. Se espera que el programa de compra de ac-

tivos monetarios continúe recortándose en la medida que la actividad económica y el mercado laboral vayan mostrando señales de recuperación y llegue a su término en diciembre de 2014. En cuanto a la tasa de política monetaria, las autoridades monetarias han indicado que se mantendrá en su nivel actual “bien pasado el tiempo” que la tasa de desempleo caiga por debajo de 6,5%, en un contexto donde se generaron dudas acerca de la dinámica del mercado laboral. Por su parte, la tasa de inflación se proyecta por debajo de la meta de 2,0% del FED durante el 2014 y 2015, por lo que permite que la tasa de política monetaria pueda continuar en su nivel actual.

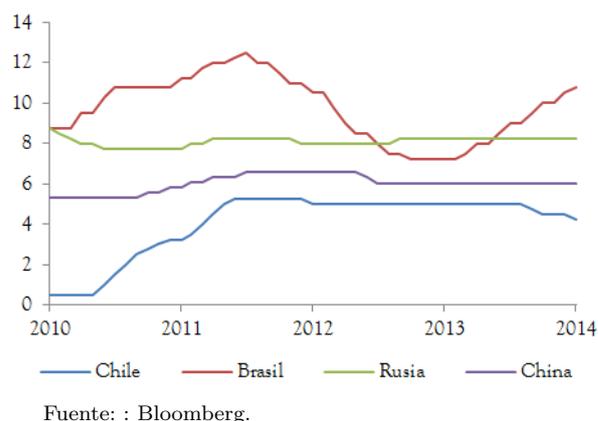
Figura 12: Tasa de Política Monetaria - Países Desarrollados (%)



El BCE redujo su tasa de política monetaria en dos oportunidades durante el 2013, para ubicarse en el nivel actual de 0,25%. Debido a la preocupación que genera la deflación, se espera que el Banco Central Europeo mantenga la política monetaria expansiva durante el 2014, y los pronósticos indican que la tasa de política monetaria

podría incluso llegar a cero, o alternatively el impulso monetario podría provenir de otro tipo de operaciones con el objeto de aumentar la liquidez (otra ronda de LTROs).

Figura 13: Tasa de Política Monetaria - Países Emergentes (%)



En el 2013, el Banco Central de Brasil mantuvo una política monetaria contractiva, incrementado la tasa SELIC en seis ocasiones desde 7,25% en abril a 10,00% en diciembre. A inicios del 2014, el Banco Central de Brasil continúa con su política contractiva, incrementando la tasa en dos oportunidades para ubicarla en 10,75%. Dicho incremento se produjo con el objeto de controlar una inflación que se ubicó persistentemente por encima de la meta establecida por el banco central. Actualmente se presenta una fuerte depreciación del real brasilero y la economía presenta perspectivas de crecimiento moderadas. Para el 2014, todavía se esperan nuevos incrementos en la tasa de referencia, sin embargo hay incertidumbre acerca de la magnitud, ya que el aumento de los costos de endeudamiento podría

poner en riesgo las perspectivas de crecimiento económico.

En el caso de Chile, se redujo la tasa de política desde 5 % a inicios del año 2013 a 4,25 % a febrero de 2014. Las autoridades monetarias han indicado que el estímulo monetario podría aumentar en el 2014,

para asegurar que la inflación se sitúe en la meta de 3 % de inflación anual, teniendo en cuenta que la actividad económica y la demanda interna han crecido por debajo de lo esperado a inicios de 2014.

5. Sector Externo

5.1. Comportamiento de la Balanza de Pagos

Se espera para el 2014, 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 20,4 %, y alcanza para cubrir 8,5 meses de la importación promedio de bienes.

Cuadro 5: Balanza de Pagos

	Millones de USD		% del PIB	
	2013*	2014**	2013*	2014**
Cuenta Corriente	620,6	174,1	2,1	0,6
Cuenta de Capital y Financiera	244,9	175,6	0,8	0,6
Err. y Omisiones	170,2	0,0	0,6	0,0
Activos de Reserva	-1035,7	-350,0	-3,5	-1,2

Fuente: Dpto. de Economía Internacional – SGGPM, BCP.

(*) Cifras preliminares.

(**) Cifras proyectadas.

Los superávits dados en 2013 en Cuenta Corriente y Cuenta Capital y Financiera registrados en 2013 fueron producto de la balanza comercial superavitaria. Este dinamismo se explica por mayores exportaciones de semilla de soja, energía eléctrica, carne, harina de soja y otros productos primarios. Asimismo, el flujo de capitales privados muestra un dinamismo creciente. Se estima para el 2014 cerrar con un superávit en Cuenta Corriente de USD 174,4 millones, mientras que para la Cuenta de Capital y Financiera se estima un flujo neto de USD 175,6 millones, lo cual generará un aumento de las reservas internacionales de

aproximadamente USD 350,0 millones (excluyendo variaciones cambiarias), y se llegaría a un saldo de USD 6.221,3 millones, monto que sería superior en 5,9 % al saldo del 2013 de USD 5.871,3 millones.

Se estima un comportamiento positivo de la Cuenta Corriente para el 2014 de USD 174,4 millones, debido al superávit de la Balanza de Comercial de USD 1.252,4 millones (estimándose niveles récord en las exportaciones y de las importaciones, expuestos en el Cuadro 6), por su parte, para la Balanza de Servicios se espera un déficit de USD 255,0 millones, igual comportamiento por parte de la Balanza de Renta esperándose un incremento marginal del déficit a USD 1.524,5 millones y contrarrestado por la Cuenta Transferencias Corrientes Netas recibidas del exterior de USD 701,6 millones, monto levemente superior con respecto al 2013 debido al incremento marginal en la Remesas de Familiares, cercano al 1,0 %.

En cuanto a los principales rubros generadores de flujos de ingreso de divisas, mencionados más arriba, se espera un aumento de los mismos durante el 2014. En lo que respecta a la exportación de semilla de soja se espera que sea por un valor de USD 2.371,5 millones, inferior en 5,5 %, (producto de las expectativas de reducción en los precios internacionales), al monto registrado en el mismo periodo del año anterior en que alcanzó USD 2.509,1 millones. En términos de volumen, el total exportado en el 2013 fue de 5.081.996 toneladas, 60,7 % su-

perior a las 3.161.711 toneladas en el 2012. Además se espera que se dinamicen los envíos al exterior hasta llegar a un aumento cercano del 3,7% del total exportado en 2013. Otros rubros en aumento son los cereales y aceites vegetales.

Cuadro 6: Cuenta Corriente

	Millones de USD	
	2013*	2014**
CUENTA CORRIENTE	620,6	174,4
A. Bienes	1.662,3	1.252,4
Exportaciones	13.604,7	13.916,9
Importaciones	-11.942,4	-12.664,5
B. Servicios	-227,4	-255,0
C. Renta	-1.502,1	-1.524,9
D. Transferencias Corrientes	687,6	701,6

Fuente: Dpto. de Economía Internacional – SGGPM, BCP.

(*) Cifras preliminares.

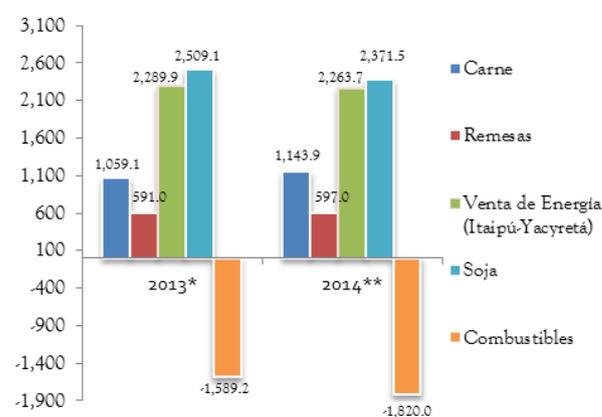
(**) Cifras proyectadas.

La exportación de energía eléctrica mantiene el superávit en la Balanza de Bienes y constituye uno de los principales productos de exportación. Al respecto, Itaipú produjo en 2013 un total de 98.630.035 megavatios/hora (98,6 millones de MWh), rompiendo su propio récord mundial de producción de energía, que ocurrió en 2012, con la generación de 98.287.128 megavatios/hora (MWh). El récord anterior fue en 2008, cuando Itaipú generó 94.684.781 MWh. Para el 2014 se estima un nivel similar del valor exportado de energía eléctrica en 2013 sujeto al dinamismo del consumo interno.

Por su parte, la exportación de carne en el 2013, totalizó USD 1.059,1 millones, monto superior en 33,1% a los USD 795,6 millones en el mismo periodo del año anterior. Cabe señalar que Brasil, Rusia, Israel

y Hong Kong, fueron los principales mercados de exportación de carne, representando un porcentaje cercano del 86% del total de los envíos al exterior. Se estima que para el 2014 las exportaciones de carne estarían cercanas a USD 1.143,9 millones, especialmente por la reapertura del mercado chileno.

Figura 14: Generación de Divisas por Principales Rubros (Millones de USD)



Fuente: Dpto. de Economía Internacional – SGGPM, BCP.

(*) Cifras estimadas.

(**) Cifras proyectadas.

El dinamismo de las importaciones es consistente con el nivel de actividad económica y la apertura comercial al exterior. Se espera el mantenimiento de esta tendencia para el 2014.

En tanto que los ingresos por Remesas Familiares en el 2013, tuvieron un deterioro en comparación al año anterior, estimándose un leve incremento para el 2014, cercano al 1%.

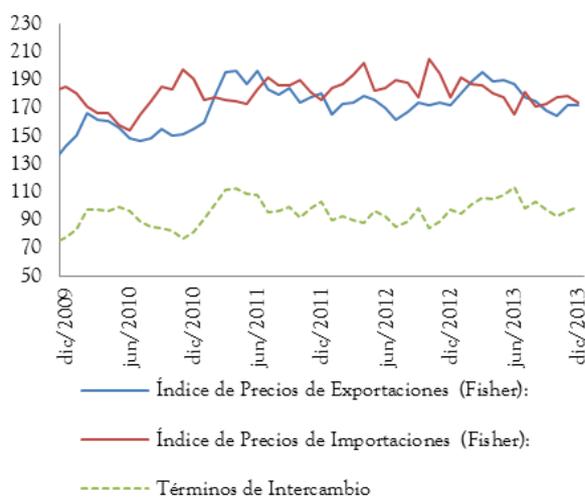
5.2. Términos de Intercambio

Este índice presentó una disminución de 2,4% en diciembre del 2013 y del 8% en términos interanuales. Se espera un índice negativo para 2014.

Los precios de los commodities a nivel mundial se han incrementado a partir del segundo semestre del 2010 hasta 2012. Sin embargo, para finales de 2014 se estima una tendencia de reducción.

Se estima que el coeficiente de apertura comercial llegará a 76,6% en el 2014, superior al 72,5% registrado en 2013.

Figura 15: Términos de Intercambio



Fuente: Dpto. de Economía

Internacional – SGGPM, BCP.

5.3. Tipo de Cambio Efectivo Real

En el 2013, el índice de Tipo de Cambio Efectivo Real experimentó una apreciación anual de 4,3%, con respecto a la canasta de monedas de los principales socios comerciales. Para el 2014 se espera el mantenimiento

de la apreciación real de la moneda nacional, considerando las estimaciones de comercio exterior y la afluencia de capitales externos.

5.4. Cuenta Financiera y de Capital

Se estima que las Cuentas de Capital y Financiera presentarán un superávit de aproximadamente USD 175,6 millones para fines de 2014, inferior al resultado de 2013, que fuera de USD 244,9 millones. La cuenta financiera registraría un superávit de USD 84,6 millones, mientras que las donaciones de capital alcanzarían USD 91,0 millones.

Los flujos de capitales dinámicos contribuyen a financiar la actividad económica, estimándose que las principales fuentes de los flujos son la inversión extranjera, la emisión de bonos, tanto privado como público, el retorno de depósitos, y préstamos externos.

En el 2013, el sector privado recibió capitales del exterior por USD 291,2 millones, distribuidos en Inversión Extranjera Directa y Créditos Comerciales, contrarrestados por aumento de los Depósitos en el Exterior por parte de los particulares. Para el 2014 se estima que el sector recibirá, aproximadamente, USD 342,1 millones y esperándose un incremento en la IED, así como el Retorno de Depósitos, entre otros.

El sector público, por su parte, ha registrado flujo neto positivo en el 2013 de USD 416,1 millones, explicado, principalmente por el financiamiento neto del Gobierno

Central. Para el 2014 se estima un superávit inferior para el sector público considerando la nueva emisión de bonos soberanos a ser realizados por el Gobierno Central en el exterior en el segundo semestre, por un monto cercano a 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 2014 es de USD 326,1 millones.

Cuadro 7: Flujos de Activos y Pasivos Seleccionados (Millones de USD)

	2013*	2014*
CUENTA FINANCIERA	183,7	84,6
A. Sector Público	416,1	326,1
Desembolsos	208,3	220,8
Amortizaciones	-205,1	-209,7
Créditos Comercial (Neto)	-89,7	-185,0
Bonos	500,0	500,0
Otros	2,6	0,0
B. Binacionales (Neto)	-523,6	-583,7
C. Sector Privado	291,2	342,1
Inversión Extranjera Directa	382,4	456,7
Inversión de Cartera	0,0	0,0
Depósitos	-128,3	-126,40
Créditos Comercial (Neto)	23,7	35,2
Otros	13,4	-23,5

Fuente: Dpto. de Economía Internacional – SGGPM, BCP.
 (*) Cifras preliminares.
 (**) Cifras proyectadas.

Las Entidades Binacionales mantienen una posición deudora neta en el 2013 por USD 523,6 millones. Para el 2014, se estima que se mantenga la posición deudora, honrando USD 583,7 millones en concepto de amortización neta. Esta continuidad de pagos de capital conduce a una pronunciada tenden-

cia de reducción de saldo de pasivos de Itaipú con posibilidad de cancelación antes del 2023.

El aumento esperado de Reservas Internacionales para el 2014 de USD 350,0 millones está explicado, principalmente, por la afluencia de divisas desde el resto del mundo hacia el sector público paraguayo, así como también los flujos de capitales privados y la inversión extranjera directa influenciadas por la actividad económica.

Cuadro 8: Saldo de Deuda Externa (Millones de USD)

	2009	2010	2011	2012*	2013*
Gobierno Central	2.243	2.344	2.285	2.241	2.695
Otras Instituciones Públicas	590	567	503	684	630
Sector Privado	933	1.384	1.657	2.428	2.547
Entidades Binacionales	11.945	11.673	11.304	10.857	10.333
TOTAL	15.712	15.968	15.749	16.211	16.206

Fuente: Dpto. de Economía Internacional – SGGPM, BCP.

(*) Cifras preliminares.

La figura 16 muestra la evolución de la Posición de Inversión Internacional hacia una reducción del saldo deudor debido a la disminución de la deuda externa de las Entidades Binacionales y un aumento de los activos de la autoridad monetaria. A diciembre de 2013 los activos aumentaron USD 1.039,4 millones mientras que los pasivos se incrementaron en USD 293,1 millones. En suma, al cierre del año se registra una Po-

sición de Inversión Internacional Neta deudora de USD 9.751 millones.

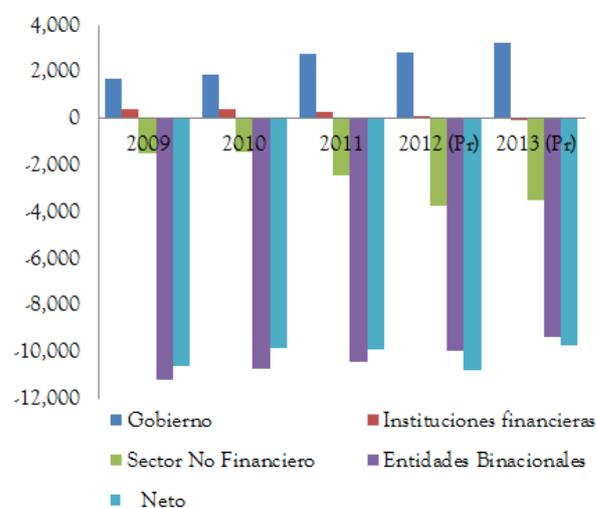
Cuadro 9: Posición de Inversión Internacional Neta (Millones de USD)

	2009	2010	2011	2012*	2013*
Gobierno	1.701	1.891	2.750	2.799	3.221
Instituciones financieras	414	404	246	106	-60
Sector No Financiero	-1.493	-1.420	-2.446	-3.747	-3.513
Entidades Binacionales	-11.232	-10.752	-10.447	-9.959	-9.399
NETO	-10.609	-9.878	-9.896	-10.802	-9.751

Fuente: Dpto. de Economía Internacional – SGGPM, BCP.

(*) Cifras preliminares.

Figura 16: Posición de Inversión Internacional Neta (Millones de USD)



Fuente: Dpto. de Economía

Internacional – SGGPM, BCP.

6. Finanzas Públicas

Para el año 2014 se estima un déficit similar al observado en el año anterior, como consecuencia de un incremento en el nivel de gastos de capital (sobre todo en inversiones de infraestructura) con lo que se estaría observando un cambio en el perfil de la política fiscal.

Cuadro 10: Finanzas Públicas - Gobierno Central (% del PIB)

RECAUDADO/OBLIGADO	2011	2012	2013
Ingresos Totales (I+II)	18,06%	18,98%	16,67%
I) Ingresos Corrientes	17,42%	18,52%	16,48%
II) Ingresos de Capital y Donaciones	0,64%	0,46%	0,19%
Egresos Totales (I+II)	17,31%	20,79%	18,57%
I) Gastos Corrientes	13,28%	15,98%	14,63%
II) Gastos de Capital	4,03%	4,81%	3,94%
Resultado Global	0,75%	-1,81%	-1,91%
Resultado Primario	1,02%	-1,57%	-1,59%
Financiamiento	-0,75%	1,81%	1,91%

Fuente: Ministerio de Hacienda.

Proyección 2013, son estimaciones del BCP.

El déficit fiscal del 2013 respecto al PIB fue del 1,91 %, con lo que se cierra el segundo año consecutivo con déficit. El mismo se debe principalmente a un mayor crecimiento de los gastos respecto a los ingresos. El gasto total se incrementó en 5,81 %, dentro de los cuales los gastos corrientes crecieron 8,37 %, respecto al 2012, y los gastos de servicios personales se incrementaron en 11,89 %. Por otra parte, los gastos de capital se redujeron en 2,73 %, respecto a igual período del año anterior.

6.1. Ejecución Presupuestaria del Gobierno Central

En el año 2013, el resultado de la ejecución presupuestaria del Gobierno Central fue de -1,91 % del PIB, ratio inferior al registrado en igual período del 2012 (-1,81 %).

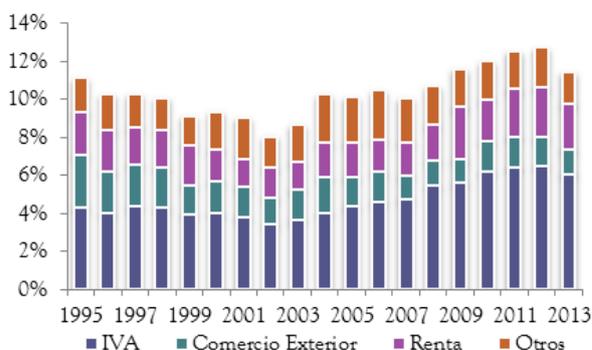
El Resultado Primario, que permite evaluar la sostenibilidad del déficit del sector público, del año 2012 fue del -1,57 % del PIB, mientras que en el mismo período del presente año fue del -1,59 % del PIB. Esto se debió, a que los ingresos registraron un incremento del 3,97 %, mientras que los gastos primarios registraron un incremento del 5,17 %.

6.2. Ingresos

En el año 2013, los Ingresos Totales del Gobierno Central se incrementaron en 3,97 % con relación al 2012, dentro de los cuales los Ingresos Corrientes aumentaron en términos nominales 5,36 % y los ingresos de capital se redujeron en 52,23 % respecto a igual período del año anterior.

Los Ingresos Tributarios que ascienden al 11,47 % del PIB, experimentaron un incremento del 6,63 %, debido principalmente a que el Impuesto al Valor Agregado (IVA) y el Impuesto a la Renta registraron incrementos de 11,37 % y 6,69 % respectivamente. El Impuesto al Comercio Exterior y Otros Impuestos registraron una disminución del 0,62 % y 3,09 %, respectivamente.

Figura 17: Composición de los Ingresos Tributarios (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Los Ingresos no Tributarios, compuestos principalmente por los Ingresos Contractuales de las binacionales Itaipú y Yacyretá y que representan el 5% del PIB, experimentaron un incremento nominal de 2,57% con relación al mismo periodo del año anterior.

6.3. Gastos

En año 2013, los Gastos Corrientes alcanzaron 14,63% del PIB, registrando un incremento nominal de 8,37% con respecto al mismo periodo del año anterior. Por su parte, los Gastos de Capital disminuyeron en 2,73% en el 2013, lo que representa 3,95% del PIB.

6.4. Requerimiento Financiero

La Ejecución Presupuestaria del Gobierno Central durante el 2013, medido por el lado de su necesidad de financiamiento fue

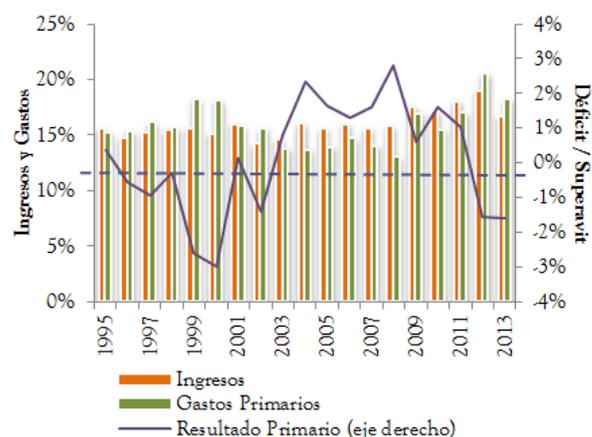
de 1,91% respecto del PIB, superior al resultado obtenido en el mismo periodo del año anterior que fue de 1,81% del PIB. Este déficit fue financiado en su mayor parte a través de la emisión de bonos del tesoro nacional en el mercado local y adelanto de corto plazo solicitado al BCP.

Figura 18: Composición de los Gastos del Gobierno Central (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Figura 19: Resultado Primario del Gobierno Central (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda.

6.5. Saldo Fiscal

En el año 2013, se observa un déficit de 1,91 % del PIB, debido a que el total de los ingresos crecieron en 3,97 % respecto a igual

periodo del año anterior, en tanto que los gastos totales se incrementaron en 5,81 %, siendo el incremento del gasto corriente de 8,37 % y la disminución del gasto de capital de 2,73 %.

7. Demanda y Actividad

7.1. Perspectivas del Producto Interno Bruto

El Producto Interno Bruto (PIB) para el año 2014, presentaría una tasa de expansión del 4,8 %, un nivel más cercano al crecimiento potencial de la economía paraguaya.

Cuadro 11: Estimaciones del PIB (%)

SECTORES	Estimación 2014*
Primario	2,9
Secundario + Binacionales	5,9
Terciario	5,2
Impuestos	4,7
PIB TOTAL	4,8

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

(*) Cifras preliminares sujetas a revisión.

7.2. Contexto Mundial y Regional

Se espera una moderada aceleración en 2014 del crecimiento económico mundial, desde 3,6 % a 3,7 % según reportes del FMI, concentrada en algunas de las economías más avanzadas.

La reciente evolución de las economías de los Estados Unidos, Japón y Europa, junto con un desempeño de la economía de China levemente mejor que lo anticipado, ha dado origen a un moderado optimismo sobre las expectativas de crecimiento mundial para 2014.

Por primera vez después de algún tiempo, se considera que la situación macroeconó-

mica mundial tiene un sesgo positivo gracias a los riesgos decrecientes observados en las economías desarrolladas, y a los riesgos crecientes verificados en algunas economías emergentes. Así, las economías avanzadas experimentarán una lenta transición hacia un crecimiento moderado pero sincronizado en todas las economías desarrolladas, donde se espera aumente la confianza de los consumidores en el crecimiento futuro y que las empresas respondan a través de aumentos de las contrataciones y de la inversión.

Se espera un crecimiento para América Latina y el Caribe en torno al 3,0 %, asociado a la recuperación de la demanda externa y reformas estructurales. La recuperación de la economía mundial podría abrir cierto espacio para que aumente el volumen exportado por la región, así como las exportaciones de servicios y la recepción de remesas. No obstante, el crecimiento de la demanda interna en la región, asociado a cierto dinamismo del consumo y a un eventual aumento de la inversión, podría dar un incremento en las importaciones superiores al de las exportaciones de bienes y servicios, poniendo en riesgo el equilibrio en las cuentas externas.

Por otra parte, la menor disponibilidad de liquidez a nivel internacional, a partir de la reducción de la adquisición de activos por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos prevista para 2014, podría incidir en un menor flujo de inversión de cartera y en nuevas salidas de flujos financieros ex-

ternos desde los países de la región.

En suma, para la región en su conjunto es probable que la entrada de flujos netos de recursos financieros externos sea más baja en el 2014. Ello podría afectar a los países de la región de manera diferenciada, puesto que las restricciones o riesgos que surgen de este escenario serán menores para aquellos países con altos niveles de reservas, bajo nivel de endeudamiento externo, y amplio acceso a los mercados internacionales de capital, y, por cierto, mayores para aquellos que no comparten esta situación.

7.3. Contexto Doméstico por el lado de la Producción

Se estima que el crecimiento de la economía paraguaya en el año 2014 será del 4,8 %, que implicará más bien un retorno a los niveles de crecimiento potencial de la economía doméstica.

El crecimiento del PIB en el año 2014 se deberá fundamentalmente a la expansión de la ganadería y de su cadena productiva (de la mano del crecimiento de las exportaciones cárnicas), al incremento de las construcciones públicas y privadas, al sector industrial, así como al moderado aumento que se espera para la agricultura, luego de la zafra record registrada en el periodo anterior.

Las últimas estimaciones del Ministerio de Agricultura y Ganadería (MAG) de la campaña agrícola 2013/2014 muestran incrementos levemente positivos en los rendimientos de los principales cultivos, tales

como soja, maíz, mandioca, poroto, entre otros.

Las estimaciones del sector ganadero, por su parte, muestran tasas de variación positiva, debido al aumento de la producción bovina, en estrecha relación con la adjudicación del estatus sanitario de “País Libre de Aftosa con Régimen de Vacunación”, y la consecuente recuperación de importantes mercados, entre ellos el mercado europeo. Los últimos datos sobre el sector ganadero muestran un mayor volumen de faenamiento de ganado vacuno, debido a un mayor requerimiento de la demanda externa, y que se ve reflejado en un aumento del volumen exportado, a pesar de la inhabilitación de seis frigoríficos locales por parte de Rusia a finales del año 2013, dicha medida obedecería más bien a políticas de regulaciones del mercado ruso, debido a una sobredemanda del rubro cárnico en aquel país, y por tanto, no incidirían en la dinámica por la que atraviesa el sector cárnico.

Como complemento al rubro cárnico, también los demás productos de la ganadería presentarían desempeños positivos en el 2014.

En el sector industrial, además de la variación positiva observada en la producción cárnica, actividades económicas como elaboración de aceites, molinería y panadería, textiles y prendas de vestir, fabricación de productos no metálicos y otros rubros de la industria, presentarían rendimientos positivos.

En el sector construcciones se espera nue-

vamente un fuerte crecimiento, debido al gran espacio que posee el sector para su expansión, sumado a la reconocida necesidad del país de llevar a cabo inversiones en infraestructura. Este objetivo podría verse beneficiado con la aprobación de la Ley APP (Alianza Público-Privada) por parte del Congreso, dada las limitaciones de recursos públicos y fiscales del Tesoro, y debido a que dicha Ley prevé la ampliación de rutas, mantenimiento de la hidrovía y aeropuertos, entre otros.

En cuanto a los sub sectores que componen el sector general de los servicios, las mismas verificarían variaciones positivas como las esperadas en el comercio, transporte, comunicaciones, intermediación financiera, servicios a los hogares, entre otros.

Los servicios gubernamentales presentarían un desempeño con menor ímpetu, debido al estrecho margen disponible para desarrollar políticas públicas de gran magnitud y al ritmo que actualmente observan las recaudaciones del Estado. Sin embargo, y a pesar de las estimaciones de un déficit en las finanzas públicas para el año 2014, la Ley de Responsabilidad Fiscal, recientemente aprobada por el Congreso, obligará a mejorar la calidad del gasto público permitiendo recomponer la estructura presupuestaria abriendo un mayor espacio hacia la inversión en infraestructura, aunque en un marco de política fiscal neutral.

Por otra parte, se estima que los impuestos registren una variación positiva, en línea con los incentivos de una mayor formalización derivados de la implementación

del Impuesto a la Renta Personal (IRP), así como el impuesto a la renta agropecuaria (IRAGRO).

Cuadro 12: Crecimiento por Sectores Económicos - Incluye Binacionales (Variación interanual, %)

	2010	2011	2012	2013*	2014*
Sector Secundario	34,1	3,7	-19,8	36,4	2,9
Electricidad y Agua+Binac.	7,9	-0,8	3,7	9,4	7,3
Servicios	0,0	7,3	5,1	0,3	4,2
Impuestos a los productos	9,0	5,8	6,1	9,5	5,2
Impuestos a los productos	12,0	3,0	-0,3	7,5	4,7
PIB a precio de mercado	13,1	4,3	-1,2	13,6	4,8
PIB NO agrícola a p.de mercado	7,2	3,7	5,0	7,7	5,6

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

(*) Cifras preliminares (Marzo-2014).

7.4. Contexto Doméstico por el lado del Gasto

Por el lado del gasto, el aumento del PIB en una tasa del 4,8% estaría explicado, principalmente, por la demanda interna.

El mayor componente del gasto, en términos de estructura, el consumo privado, verificaría una contribución a la economía en su conjunto en torno al 3,8%. Por otra parte, se registraría un aumento en la formación bruta de capital (FBK), algunas de ellas financiadas a través de la Inversión Extranjera Directa debido a la buena imagen que actualmente proyecta el país, producto de su desempeño económico reciente

y el buen ambiente económico prevaleciente. Igualmente, se esperan mayores inversiones locales, motivadas por la recuperación económica de los principales sectores de la economía (agropecuarios, manufacturas, comercio y construcciones).

Por lo tanto, por el lado del gasto, la demanda interna contribuiría en 6,2% al PIB 2014, mientras que la demanda externa neta aportaría un -1,4%.

Cuadro 13: PIB Real: Evolución de los Componentes por el lado del Gasto - Incluye Binacionales (Variación interanual, %)

TIPO DE GASTO	2010	2011	2012	2013*	2014*
1. Demanda Interna	15,2	6,6	0,9	10,2	6,4
Consumo Privado	13,5	5,6	1,0	8,8	5,7
Consumo Público	12,0	5,3	21,0	7,7	6,6
Formación Bruta de Capital Fijo	21,7	11,0	-7,7	14,2	8,1
Variación de Existencias	42,0	7,5	-5,0	56,9	13,1
2. Exportaciones	19,9	6,2	-6,7	17,6	10,0
3. Importaciones	24,8	10,4	-3,5	11,8	13,2
4. Producto Interno Bruto	13,1	4,3	-1,2	13,6	4,8

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

(*) Cifras preliminares.

7.5. Balance de Oferta y Demanda Agregadas - Saldo de Cuenta Corriente

Luego de un crecimiento económico explosivo que se observara en la economía paraguaya en el 2013, como cabría esperar, y no previéndose shocks externos o de oferta, en el 2014 la economía presentaría unos niveles de crecimiento en torno al 4,8%.

Desde el punto de vista de la oferta agregada se observa que en el largo plazo el PIB real converge hacia un PIB potencial que se encuentra entre el 4% y 5% anual.

Por el lado de la demanda agregada, no se observan determinantes que puedan producir cambios drásticos en ella, si bien el crecimiento del consumo privado superaría levemente al crecimiento del PIB, estos ratios serían compatibles con dicho nivel del crecimiento económico.

Así, el superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos para el 2014, se proyecta en 0,6% del PIB que, con un déficit del sector público en torno al 1,8% del PIB, refleja inequívocamente un saldo de ahorro neto positivo para el sector privado. Así, dicho superávit estaría explicado por tres elementos:

- Prevalencia de suavización en el consumo de los agentes, por efecto de la volatilidad del crecimiento y del ingreso registrado en los últimos años.
- Incremento de la producción y el ingreso que no tiene un efecto derrame inmediato hacia todos los demás sectores de la economía, es decir existe un exceso de producción sobre el gasto.
- Una relativa depreciación del tipo de cambio real, que abarata levemente los bienes nacionales en el exterior, lo que provoca un aumento de la demanda extranjera de bienes locales y, por lo tanto, un aumento de las exportaciones. Asimismo las importaciones

crecen menos debido al mismo efecto cambiario, esto es, se encarecen relativamente los bienes extranjeros en Paraguay, lo que genera un desplaza-

miento de la demanda nacional hacia los bienes interiores y un menor ímpetu en las importaciones.

8. Política Monetaria

El Paraguay, como una economía pequeña, abierta y con un mercado financiero en proceso de desarrollo, no escapa a choques externos que pudieran tener efectos en la economía interna, y que pudiesen afectar el manejo de la política monetaria y la estabilidad del sistema financiero. En estos términos, el Banco Central del Paraguay (BCP) implementó medidas para mantener la estabilidad macroeconómica, siempre bajo el precepto fundamental de que la política monetaria desarrollada por el BCP se enmarca dentro del objetivo final de mantener la tasa de inflación baja, estable y predecible sin generar distorsiones en la asignación de recursos y buscando generar un ambiente de certidumbre y de confianza para las inversiones de mediano y largo plazo.

La política monetaria en el año 2013 estuvo orientada a solidificar el esquema de metas de inflación, implementado a partir del segundo trimestre del año 2011. En este sentido, este nuevo esquema busca evitar una excesiva volatilidad de la tasa de inflación, teniendo como referencia un objetivo de inflación del 5 % anual.

En concordancia con esto, el BCP continuó desarrollando durante el segundo semestre del año 2013 una serie de medidas que permitan la convergencia de la inflación en el horizonte de política, así como también a dinamizar el mercado monetario para que el mecanismo de transmisión de la política monetaria sea más eficiente.

En este sentido, en el mes de julio se es-

tableció un esquema de operaciones compensatorias (ventas programadas) de divisas adquiridas al sector público. El BCP como agente financiero del Estado, compra divisas provenientes, principalmente, de los royalties y compensaciones de las binacionales. Dado el esquema de metas de inflación, el tipo de cambio nominal debe reflejar las condiciones del mercado de divisas, por ello todo lo que el Banco Central acumula desde el sector público, lo inyecta al mercado de una manera más ordenada, con lo que el tipo de cambio fluctúa libremente según la oferta y la demanda.

Además, a partir del mes de noviembre se decidió profundizar la transparencia en el manejo de la política monetaria publicando la Minuta de las Reuniones Mensuales de Política Monetaria. En este documento se encuentran todos los puntos discutidos durante la reunión que sustentan las decisiones adoptada por el Directorio.

Asimismo, en el mes de noviembre se puso en marcha el Sistema Nacional de Pagos Electrónico del Paraguay (SIPAP), el cual es un conjunto de instrumentos, normas y procedimientos, a través de los cuales se efectúan las transferencias de fondos entre los diversos agentes económicos. El mismo permite transferir dinero (tanto físico como electrónico) entre sus participantes. Los beneficios de un sistema de pagos son: incrementar la seguridad y eficiencia de los pagos realizados por los actores económicos, y la agilidad en los pagos que contribuirá a

la disminución de costos transaccionales y coadyuvará a mejorar la productividad de la economía.

En diciembre, se decidió incrementar la tasa de política monetaria (TPM) en 50 puntos básicos, para situarla en 6 %. El CEO-MA consideró apropiado iniciar el retiro gradual del estímulo monetario que prevaleció por 16 meses, ya que los indicadores mostraban que a futuro la inflación se aceleraría fuertemente de seguir manteniendo la TPM en 5,5 %, no asegurándose la convergencia a la meta del 5 % en el horizonte de política monetaria.

Con relación al sector real, el crecimiento del PIB para el cierre del año 2013 se ubicó en 13,6 %. Este crecimiento se explica por el importante impulso de los sectores agrícola, ganadero, de la industria cárnica, y del aumento de las construcciones públicas y privadas. Por el lado del gasto, se destaca la contribución positiva de las inversiones y de las exportaciones netas.

Para el 2014, se estima un crecimiento del 4,8 %, el cual estaría impulsado, en gran parte, por el sector terciario y secundario (por el lado de la oferta), y por el consumo y la inversión (por el lado del gasto). Las exportaciones netas no mantendrían su contribución positiva en el crecimiento, coincidente con una tendencia a la baja de los precios de las materias primas de exportación.

8.1. Implementación de la Política Monetaria

Iniciado el segundo semestre de 2013, en el contexto externo se mantenían las expectativas de cambio en el perfil de la política monetaria de la Reserva Federal y sus efectos sobre los flujos de capitales, lo que ocasionó cierta volatilidad del tipo de cambio en los países de la región. Al mismo tiempo, el crecimiento económico a nivel global, especialmente de EE.UU y la Unión Europea, se mostraba débil y la inflación no implicaba un problema en estas dos últimas regiones.

En el contexto interno, los indicadores adelantados de actividad económica seguían mostrando el dinamismo esperado para el 2013, así como también los de demanda agregada, pero no superaban a los indicadores de la oferta, lo que hacía suponer la ausencia de presiones inflacionarias por el lado del gasto interno. A todo esto habría que sumarle que la inflación estaba por debajo de la meta, pero con una tendencia convergente hacia el 5 %.

Todas estas consideraciones del contexto externo e interno ayudaron a que la autoridad monetaria decida mantener la TPM en 5,5 % hasta noviembre de 2013, mes a partir del cual ya se observaron presiones inflacionarias a futuro.

Posteriormente, hacia finales del segundo semestre los datos de empleo y producto en EE.UU fueron mejorando. En la economía norteamericana los últimos indicadores daban indicios de una recuperación gra-

dual, y se estimaba que el crecimiento del producto para el 2013 y para el 2014 sean de 1,6% y 2,6% respectivamente. Producto de este mejoramiento y tal como fuera insinuado por la Reserva Federal en mayo de 2013, que el probable comienzo del retiro de los estímulos monetarios estaba cerca, finalmente se decidió iniciar el *tapering* de manera gradual a partir del mes de enero del año 2014. Así, se resolvió la reducción del estímulo monetario en USD 10.000 millones, es decir pasar de compras de bonos por un valor de USD 85.000 millones a USD 75.000 millones mensuales.

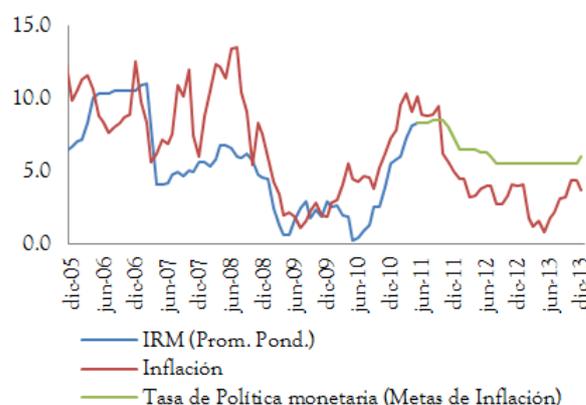
Esta decisión por parte de la Reserva Federal, de retirar paulatinamente el estímulo monetario, genera un nuevo escenario internacional que tendrá diversos impactos sobre las economías del mundo, las que deberán enfrentar nuevos niveles de tasas de interés internacional y de movimiento de capitales que podrían apreciar al dólar norteamericano, situación a la que no escapaba Paraguay.

En el contexto interno, hacia finales del segundo semestre se observó que varios componentes del sector real de la economía se situaban en un nivel por encima de su potencial. Las brechas del PIB y de la absorción interna permanecían positivas desde el primer trimestre del 2013, las cuales constituyeron un factor de presión para la dinámica de los precios futuros. Se esperaba que el nivel de la actividad económica continúe por encima de su nivel de largo plazo en 2014, aunque con tendencia a que la brecha se cierre hacia finales del año.

En relación a la política fiscal, el resultado deficitario estimado para el 2013 y el 2014 implicaría una mayor presión sobre los precios, ya que el impulso fiscal sería aún positivo. A todo esto se debía agregar la expectativa de ajuste de algunos precios administrados en los primeros meses del año 2014. En esta misma línea, las estadísticas disponibles sobre la inflación, incluyendo sus componentes núcleos y su índice de difusión, indicaban que la misma estaba repuntando. La pendiente positiva de la inflación núcleo reflejaba de manera anticipada la evolución futura de la inflación total, al tiempo que la difusión de la inflación se había incrementado.

En consecuencia, el CEOMA decidió en su reunión de diciembre aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base a 6% anual. El Comité había considerado apropiado iniciar el retiro gradual del estímulo monetario prevaleciente.

Figura 20: Tasa Promedio Ponderado de IRM, Tasa de Política Monetaria e Inflación (%)



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

8.2. Instrumentos de Regulación Monetaria

Los instrumentos de deuda del BCP los componen las Letras de Regulación Monetaria (LRM) y la Facilidad Permanente de Depósitos Diarios. Las LRM son emitidas al vencimiento y rinden una tasa de interés que depende de las condiciones de liquidez del mercado y del objetivo de política monetaria prevaleciente. Los plazos de colocación de los IRM actualmente son: diario (tasa del 5,75 %), inmediato (14 días), de corto plazo (entre 15 y 100 días), corto-mediano plazo (entre 101 y 200 días), mediano plazo (entre 201 y 280 días), mediano-largo plazo (entre 281 y 350 días) y largo plazo (más de 350 días). Así, la TPM del BCP sirve de referencia para el sistema financiero en la fijación de sus tasas influyendo finalmente en la tasa de inflación de acuerdo al mecanismo de transmisión de la Política Monetaria.

La ventanilla o Facilidad Permanente de Depósitos se implementó para establecer un límite inferior al corredor de tasas, que permita alinear la tasa de interés interbancaria con la tasa objetivo de política monetaria, contrayendo la liquidez excedentaria del día de las entidades financieras. Desde la implementación de este instrumento en abril del 2013, el saldo de depósitos ascendió a $\text{G}\ 2,9$ billones al término del segundo semestre, monto superior a lo registrado al término del primer semestre el cual fue de $\text{G}\ 2,2$ billones. Este elevado monto responde a una liquidez estructural que debiera

ir reduciéndose a medida que dicho monto se coloque a lo largo de la curva de tasas. Por la colocación en este instrumento, las entidades financieras recibieron hasta el 11 de Diciembre una tasa de interés de 4,5 % anual, la que se incrementó a 5,0 % con la decisión adoptada por el CEOMA.

En cuanto a las LRM, el saldo de las colocaciones al segundo semestre de 2013 fue de $\text{G}\ 4,5$ billones, en tanto que al primer semestre del año, el mismo alcanzó un nivel de $\text{G}\ 6,1$ billones.

Figura 21: Instrumentos de Regulación Monetaria (Promedio ponderado, %)



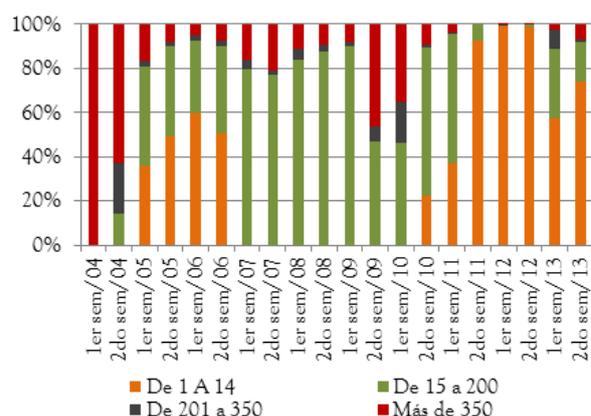
Fuente: Dpto. de Estudios Monetarios y Financieros – SGGPM, BCP.

La tasa promedio ponderado de los instrumentos de regulación monetaria al segundo semestre del 2013 cerró en 5,1 %, similar a la registrada al final del semestre anterior e inferior a la del año anterior (5,5 %).

El perfil de las colocaciones no varió mucho en el segundo semestre en comparación al primer semestre del 2013. Hubo incrementos en las colocaciones de muy corto plazo (de 1 a 14 días) y en las colocaciones de más de 350 días. Al considerar el saldo total de

los IRM, observamos que al segundo semestre, en comparación al primer semestre, se redujo de ₡ 8,3 billones a ₡ 7,7 billones. Este hecho fue producto de la disminución en los saldos de las LRM en el segundo semestre, lo que va de la mano con el incremento en los créditos en moneda nacional y extranjera en el mismo periodo en comparación al primer semestre, producto del buen desempeño económico en el año.

Figura 22: Evolución del Perfil de las Colocaciones según Plazos, en Días



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

El perfil de este semestre se define de la siguiente manera: 74 % de las LRM se colocaron a plazo de 1 a 14 días, 18 % de 15 a 200 días, 1,4 % de 201 a 350 días y 6,6 % a más de 350 días.

8.3. Corredor de Tasas de Interés

A partir de abril de 2013, se implementó la modificación del corredor de tasas de interés del BCP, conformado por una tasa overnight, que funge como la Tasa de Política

Monetaria (TPM) referencial, una tasa de facilidad de crédito (FLIR) que representa el techo del corredor (100 p.b. por encima de la TPM), similar a una tasa Lombard y una Ventanilla Permanente de Depósitos (VDP) diarios que viene a ser el piso del corredor (100 p.b. por debajo de la TPM) entre las cuales debe fluctuar la tasa de interés interbancaria.

La ventanilla permanente de depósitos reemplazó al denominado “call pasivo” que cumplía similar función. La diferencia está en que el call pasivo se determinaba por medio de una subasta en base a una proyección de liquidez diaria realizada por la Gerencia de Mercado.

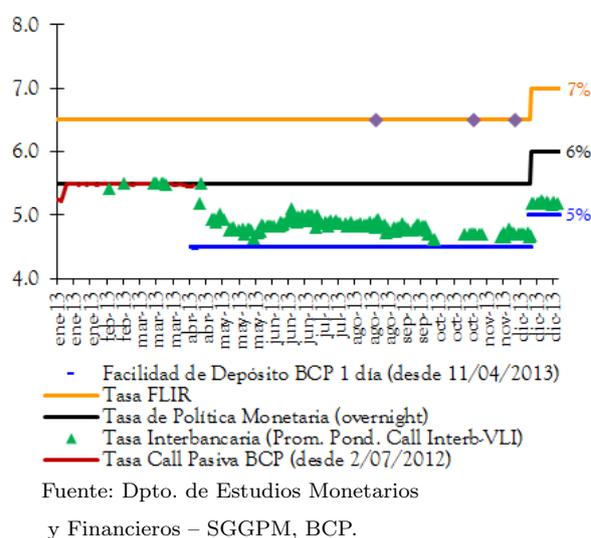
Dentro del esquema de metas de inflación, el ancla nominal lo constituye la tasa de inflación. La TPM viene a ser el instrumento que se utiliza para lograr dicho objetivo y el canal de tasas de interés es el mecanismo de transmisión que adquiere mayor preponderancia bajo este esquema.

Entonces, con el objetivo de influir en la tasa interbancaria, el BCP realiza subastas preanunciadas y calendarizadas de Letras de Regulación Monetaria (LRM), habilitando al mismo tiempo la VDP diarios, de manera tal que la tasa de interés interbancaria se sitúe en torno a la TPM referencial. La tasa interbancaria está representada por el promedio ponderado de las tasas de préstamos interbancarios en guaraníes y por la Ventanilla de Liquidez Interbancaria (VLI).

En el gráfico siguiente se observa que, a partir de la entrada en vigencia del corredor de

tasas de interés, la tasa interbancaria inició un proceso de menor volatilidad acercándose a la tasa de política monetaria, sin embargo, debido al exceso de liquidez estructural, la misma se mantiene muy próximo al límite inferior del corredor. Se espera que en la medida que se reduzca el exceso de liquidez, la tasa interbancaria fluctúe en torno a la TPM.

Figura 23: Corredor de Tasas de Interés (%)



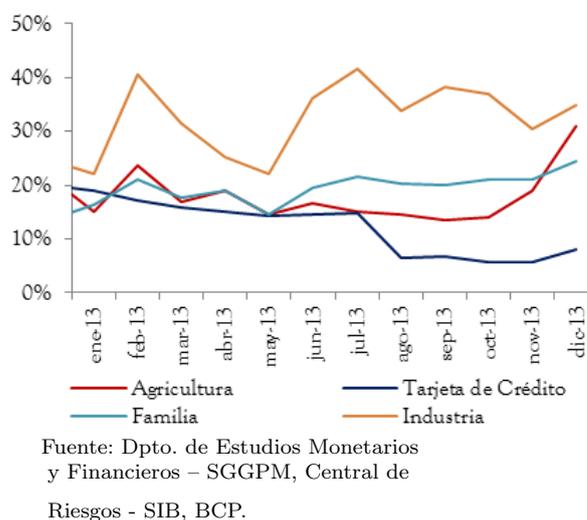
8.4. Condiciones Crediticias

Al analizar la variación interanual del crédito por sectores, se observa que el crédito a la agricultura se incrementó en el último trimestre del año, resultado de la recuperación del sector en el 2013 y de las buenas perspectivas para el 2014. Asimismo, el crédito a la industria, tarjetas de crédito y crédito a las familias¹² tuvieron un desempeño positivo al final del año, producto de las reducciones en las tasas de interés en el mes de

¹²Incluye consumo, tarjeta de crédito y otros.

diciembre en comparación a junio de 2013.

Figura 24: Créditos por Sectores Económicos (Variación interanual)



Durante el cuarto trimestre del año 2013, en la Encuesta de Situación General del Crédito (ver más detalles en el recuadro siguiente) los encuestados consideraron que la demanda de crédito mostró un mejor comportamiento que en el tercer trimestre, indicando que hubo aumento de crédito en la mayoría de los sectores, y especialmente en el sector agrícola. La ganadería, el comercio y el consumo no han tenido aumentos significativos; los sectores de la vivienda e industria se mostraron sin cambios. Cabe recordar que este fue el comportamiento de los últimos tres meses (octubre, noviembre y diciembre). En tal sentido, cabe resaltar que para el sector agrícola el 46 % de los encuestados respondieron que hubo aumento significativo, el 33 % señaló poco aumento, y el 13 % señaló sin cambio.

De la encuesta se pueden deducir impor-

tantes implicancias en cuanto a la situación de la oferta/demanda de créditos. Por una parte, las entidades financieras mencionan que de producirse un fuerte incremento en la demanda de créditos, ellas no tendrían inconvenientes en satisfacerla. Así, se confirma el gran excedente de liquidez en el sector financiero nacional. Por otra, se percibe que la demanda de créditos tiene como principal limitante la falta de información de los tomadores de créditos, en segundo lugar se sitúa la inadecuada o baja rentabilidad del proyecto y, en tercer lugar, están las garantías insuficientes.

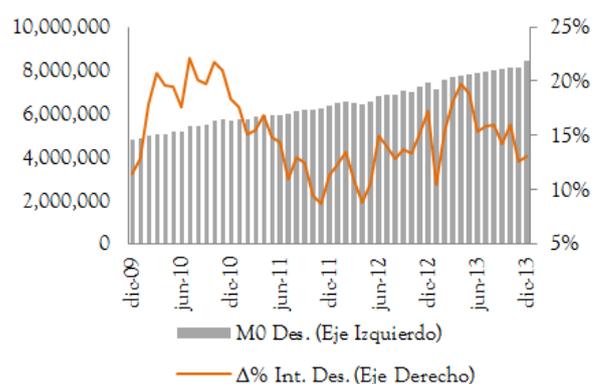
8.5. Dinero Primario y Liquidez

Durante el segundo semestre de 2013, el ritmo de crecimiento de la liquidez primaria estuvo acorde a las necesidades de recuperación de la economía. En términos interanuales, durante el segundo semestre del año 2013, el crecimiento de la liquidez primaria fue del 14,6 % promedio, cifra superior al promedio del 14,4 % registrado durante el segundo semestre del año 2012. El crecimiento superior de la liquidez primaria en el segundo semestre de 2013 estuvo acorde al mejor resultado económico obtenido en el año.

El comportamiento de la liquidez primaria puede ser entendido observando la TPM. Así, a partir del segundo semestre del 2012 se aplicó una política monetaria menos restrictiva reduciendo la TPM en 75 pb, desde 6,25 a 5,5 %. El Directorio del BCP man-

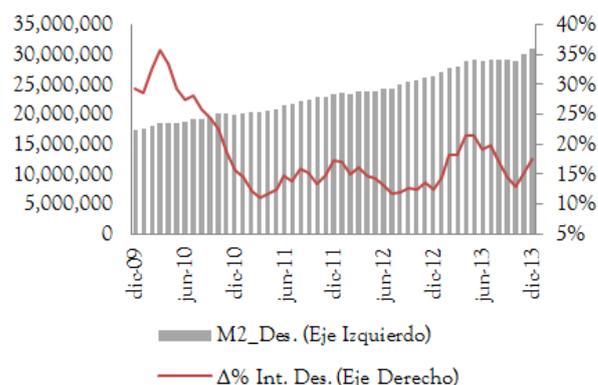
tuvo invariable la TPM en 5,5 % anual a lo largo del 2013, modificándola recién en diciembre, cuando la incrementó en 50 pb al 6,0 %.

Figura 25: M0 Desestacionalizado y Variación Interanual (Millones de Gs.)



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

Figura 26: Liquidez Total Desestacionalizada y Variación Interanual (Millones de Gs.)



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

Al observar el comportamiento de la liquidez total medida por el M2, se percibe que en el último tramo del año se produjo un incremento considerable en esta variable producto del incremento del cuasidinero. Con esto se podría considerar que los agentes

económicos sustituyeron liquidez a la vista por una posición de inversión a más largo plazo.

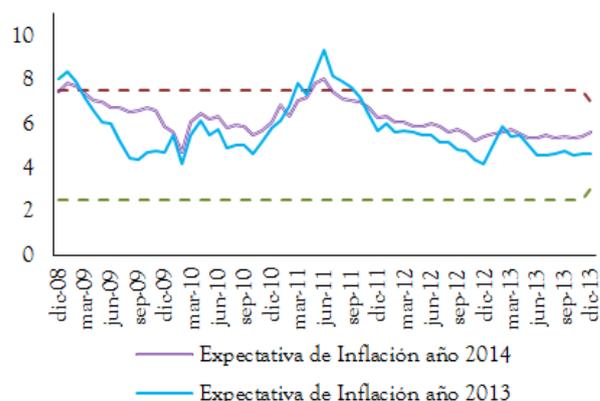
8.6. Expectativas de Variables Económicas

De acuerdo a la encuesta de Expectativa de Variables Económicas (EVE), se observa que las expectativas de inflación para el año 2013 se redujeron desde inicios de año para que, al final del primer semestre de 2013, se sitúe en 4,6 %. En el segundo semestre del año, las expectativas se mantuvieron constantes, cerrando en 4,6 % el 2013 .

En lo que se refiere a la expectativa de inflación para el año 2014, la misma disminuyó desde 5,6 % en enero a 5,4 % en junio del 2013, manteniéndose constante en alrededor de este valor hasta octubre. Hacia finales del 2013, las expectativas de inflación para el siguiente año se incrementaron levemente para terminar en diciembre en una tasa de 5,6 % para el 2014. Este último valor es cercano a la meta del Banco Central, pudiéndose constatar que las expectativas para 2014 se encuentran alineadas alrededor de la meta de inflación (5 %).

Por lo expuesto, se observa que las expectativas del mercado, tanto para el 2013 como para el 2014, se encuentran en torno a la meta fijada por el BCP. Esto expresa la confianza de los agentes económicos en el compromiso del BCP con la meta de inflación fijada, lo cual se refleja en las decisiones adoptadas y en los comunicados de política monetaria emitidos por el BCP.

Figura 27: Expectativas de Inflación (%)



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

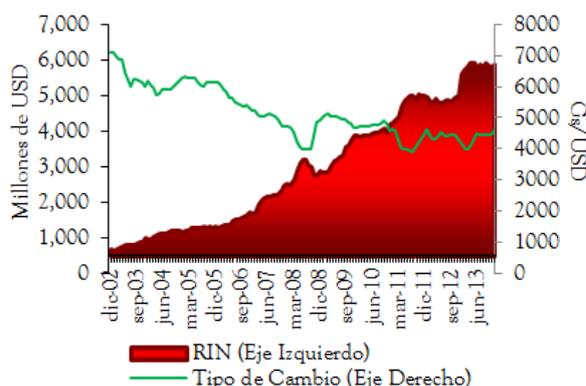
8.7. Reservas Internacionales

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 adecuado de 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.

Durante el segundo semestre de 2013, las Reservas Internacionales Netas (RIN) se incrementaron marginalmente, ya que a partir de agosto el BCP comunicó que participaría en el mercado de divisas de dos maneras. Por una parte se encuentran las Ope-

raciones Compensatorias, por las cuales el Banco Central realiza operaciones de venta de divisas como contrapartida a las compras de divisas que en términos netos realiza el Ministerio de Hacienda. Las operaciones estarán en línea con la proyección de liquidez en moneda nacional que el BCP realiza diariamente a fin de asegurar el cumplimiento de su objetivo intermedio de tasa de interés de un día. Estas Operaciones Compensatorias se iniciaron ya en julio de 2013.

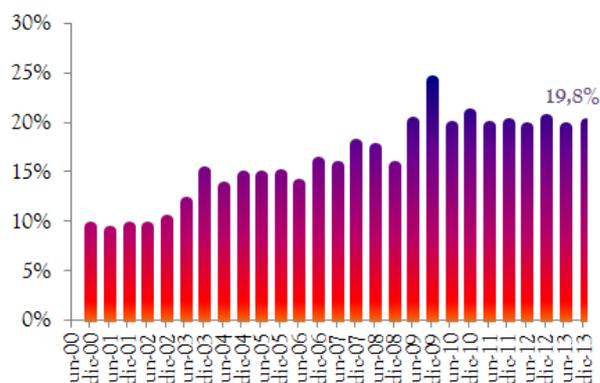
Figura 28: Reservas Internacionales Netas



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

Por otra parte, se encuentran las Operaciones de Intervención, por las cuales el BCP podrá realizar operaciones de compra o venta de divisas en caso de presencia de volatilidades o fluctuaciones del tipo de cambio que no respondan a los fundamentos normales del mercado en cuanto a los determinantes de la oferta y la demanda. Estas operaciones se realizarán solo excepcionalmente y se informará del carácter del mismo cuando son llevadas a cabo. En el segundo semestre no se realizaron Operaciones de Intervención.

Figura 29: Reservas Internacionales Netas (% del PIB)



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

Al observar el nivel de RIN con respecto al Producto Interno Bruto (PIB), este ratio alcanzó una tasa del 19,8% al segundo semestre de 2013, levemente por debajo al ratio observado al mes de diciembre del 2012 que fue de 20,2%. De esta manera, el nivel de reservas cubre 7,5 veces la deuda externa de corto plazo y respalda el 106,1% del total de depósitos en moneda local del sector privado en el sistema bancario.

8.8. Tipo de Cambio Nominal

El tipo de cambio siguió la dinámica de los países de la región con similares fundamentos económicos. Esta dinámica estuvo marcada principalmente por una tendencia a la depreciación durante el 2013, debido principalmente a las noticias del posible retiro del estímulo monetario de la FED a mediados del año, situación producida finalmente en diciembre.

En el mes de diciembre, el tipo de cambio nominal minorista cerró en G\$/USD

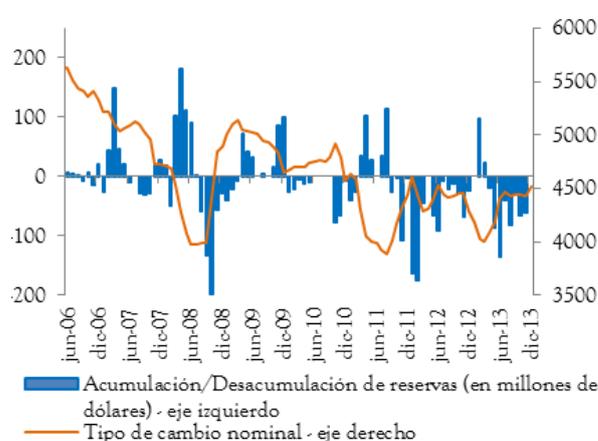
4.524, lo que implica una depreciación interanual del guaraní con respecto al dólar del 5,5%. Si observamos la variación mensual, en el mes de referencia, del tipo de cambio ₲/USD, se observó una depreciación del 2,2%. Un primer incremento del tipo de cambio del guaraní respecto al dólar norteamericano se produjo entre mayo y junio, como resultado del mensaje del presidente de la FED, Ben Bernanke, al congreso norteamericano, donde mencionaba que se podría comenzar a reducir el estímulo en las próximas reuniones si los datos sobre la economía de EEUU continuaban mejorando.

La decisión de reducir el estímulo monetario por parte de la FED se realizó en su reunión de diciembre de 2013, donde se comunicó el retiro de la compra de activos por valor de USD 10.000 millones a llevarse a cabo a partir de enero de 2014. Este último hecho tuvo un impacto global en los mercados de divisas internacionales, donde el dólar norteamericano se fortaleció observándose una apreciación de esta divisa, a lo cual Paraguay no escapó.

Durante este semestre, como producto de las ventas programadas de divisas al sistema financiero, para devolver al mercado lo adquirido al Ministerio de Hacienda, el BCP desacumuló RIN por un total de USD 276 millones. Con esta maniobra, el Banco Central devuelve los fundamentos por los cuales el mercado de divisas debe guiarse, sin intervenir innecesariamente quedándose con los dólares que ingresan a la economía por el lado del sector público. Asimismo,

además de devolver al mercado las divisas adquiridas, las ventas programadas están en línea con la proyección de liquidez en moneda nacional que el BCP realiza a fin de asegurar la convergencia de las tasas interbancarias de mercado a la tasa overnight de política monetaria.

Figura 30: Tipo de Cambio Nominal y Acumulación/Desacumulación de Reservas

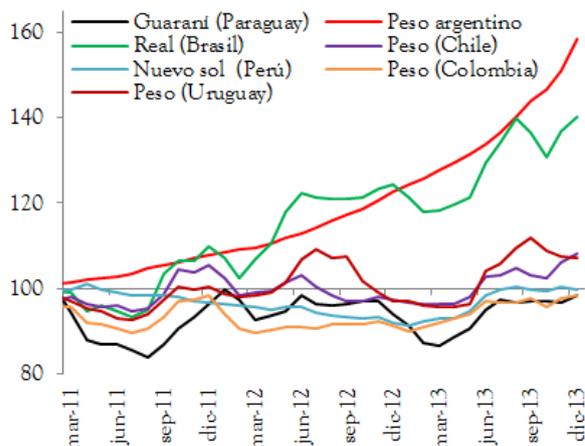


Fuente: Dpto. de Estudios Monetarios y Financieros – SGGPM, BCP.

En cuanto a las principales monedas de la región, todas las divisas dentro de la canasta de monedas cerraron el segundo semestre del 2013 con la misma tendencia a la depreciación, como se puede observar en la Figura 31.

Las operaciones de divisas a término (operaciones forward) se encuentran en sus etapas iniciales y al segundo semestre de 2013 se observó un mayor dinamismo en este tipo de operaciones. Este instrumento financiero despierta un creciente interés de parte de los agentes económicos, quienes paulatinamente están accediendo a este mecanismo de cobertura para operaciones de comercio

Figura 31: Índice de Tipo de Cambio respecto al Dólar- Principales Países de la Región (Enero-2011=100)



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

exterior, atendiendo a que el mercado de cambios en Paraguay es libre y fluctuante. En efecto, el esquema de política moneta-

ria implementado por el BCP es el denominado metas de inflación, siendo el tipo de cambio una variable que se ajusta por los fundamentos del mercado.

Al segundo semestre de 2013, el monto acumulado transado en el mercado forward de moneda norteamericana alcanzó un nivel de USD 407,0 millones de venta y USD 138,8 millones de compra. Estos valores son superiores en USD 224,4 millones en la venta y USD 116,8 millones en la compra al monto transado en el segundo semestre del año anterior, percibiéndose la profundización que se está dando en este mercado. En términos de cobertura, se observa que los importadores son los que están utilizando en mayor medida este mecanismo, conforme a las operaciones pactadas.

Nota de Investigación

Índice de Precios de Commodities de Paraguay

El pass-through de los precios de commodities a la inflación doméstica es un tema de suma importancia para las decisiones de política monetaria. Los shocks en los precios de commodities causan frecuentemente presiones inflacionarias; por lo tanto, un correcto entendimiento de este fenómeno, permitirá a la autoridad monetaria responder de una manera oportuna y con la intensidad adecuada a este tipo de shocks.

Desde 2007, y atendiendo a que dos shocks puntualmente fuertes de precios de commodities que se registraron a nivel mundial han incrementado la incertidumbre acerca de la evolución de los precios de los mismos, ha aumentado la importancia de hacer un seguimiento adecuado a los precios de commodities.

Considerando todo lo anterior, el objetivo del trabajo fue elaborar el Índice Compuesto de Precios de Commodities Paraguay (ICCPRY) que permite identificar la parte de los cambios en los precios internacionales de los commodities, que es significativa para el Índice de Precios al Consumidor (IPC), asimismo, con la creación de este nuevo índice de commodities se suple la ausencia de un indicador con una apropiada estructura de ponderadores que mida eficientemente el impacto de los cambios en los precios de los commodities en la inflación doméstica.

Los indicadores o índices internacionales disponibles están elaborados con pesos o ponderaciones que no reflejan la participación relativa de cada commodity en la canasta de consumo interna (canasta del IPC).

El ICCPRY fue elaborado empleando la metodología de Vectores Autorregresivos (VAR) para estimar los coeficientes de traspaso (pass-through) de cada commodity al IPC (inflación doméstica), para luego establecer la estructura de ponderación sobre la base de esas estimaciones (coeficientes de traspaso). Las pruebas realizadas con el ICCPRY proveen evidencia de que este indicador tiene una mayor correlación con el IPC comparados con otros índices internacionales.

El ICCPRY está construido por la agregación de dos subíndices, el Índice de Precios de Commodities de Alimentos Paraguay (ICAPRY) y el Índice de Precios de Commodities de Energía Paraguay (ICEPRY). De nuevo, los pesos fueron obtenidos a partir de modelos VAR construidos para estimar el efecto traspaso de cada subíndice a la inflación (IPC).

El primer paso fue establecer los pesos individuales para la construcción de cada subíndice (alimentos y energía), para ello fueron estimados modelos VAR para cada producto (*commodity*) y utilizando el análisis de impulso-respuesta, fue posible obtener coeficientes de traspaso (*pass-through*) individuales de cada *commodity* al IPC, acumulado a veinte meses.

Para estimar los pesos fueron utilizados datos mensuales para el periodo enero de 1994, agosto de 2013. Las variables utilizadas en los modelos VAR estimados fueron: el índice de precios de *commodities* medidos en guaraníes (base diciembre de 2007=100), el tipo de cambio nominal guaraníes por dólar (TCN), el indicador de actividad económica del Paraguay (IMAEP) y el Índice de Precios al Consumidor (IPC).

Modelos VAR Estimados

El modelo considera al vector de variables mensuales X_t con el siguiente orden: índice de precios *commodity* i desestacionalizado, tipo de cambio nominal guaraníes-dólar (TCN), el indicador mensual de actividad económica desestacionalizado (IMAEP) y el índice de precios al consumidor (IPC).

$$X_t = \begin{bmatrix} COMMODITY_i \\ TCN \\ IMAEP \\ IPC \end{bmatrix}$$

Metodología de cálculo de los ponderadores

Los pesos fueron calculados dividiendo cada coeficiente de traspaso individual por la suma de todos los coeficientes en cada segmento (alimentos y energía), de esta forma las ponderaciones de cada *commodity* deberían ser proporcionales a su *pass-through*.

$$w_0^{i,j} = \frac{\phi^{i,j}}{\sum_{i=1}^{n_j} \phi^{i,j}}$$

Donde:

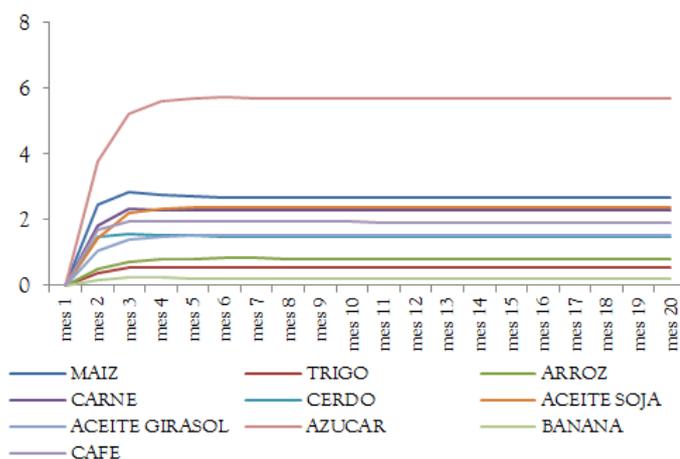
$w_0^{i,j}$: es la ponderación de referencia del *commodity* i , componente del subíndice de *commodities* j , $\sum_{i=1}^{n_j} \phi^{i,j} = 1$

$\phi^{i,j}$: es la respuesta acumulada después de 12 meses de un shock de 1% en el precio del *commodity* i , componente del subíndice de *commodities* j , sobre el IPC.

n_j : es el número de los *commodities* en el subíndice de *commodities* j .

Respuesta acumulada del IPC por un shock en el commodity_i

Subíndice alimentos



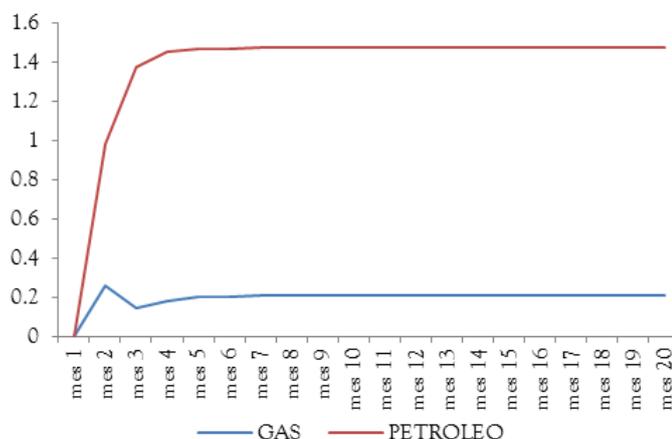
Fuente: Cálculo del autor.

Coefficientes de traspaso (pass-through) individuales de cada commodity del subíndice alimentos al IPC, acumulado a veinte meses (en %)

Productos	Respuesta acumulada-VAR (%)	Ponderación Final
Maiz	2.67	0.14
Trigo	0.55	0.03
Arroz	0.83	0.04
Carne vacuna	2.29	0.12
Carne de cerdo	1.5	0.08
Aceite de soja	2.37	0.12
Aceite de girasol	1.53	0.08
Azúcar	5.7	0.29
Banana	0.22	0.01
Café	1.93	0.1
Total	19.59	1.00

Fuente: Cálculo del autor.

Subíndice energía



Fuente: Cálculo del autor.

Coefficientes de traspaso (pass-through) individuales de cada commodity del subíndice energía al IPC, acumulado a veinte meses (en %)

Productos	Respuesta acumulada-VAR (%)	Ponderación Final
Petróleo	1.47	0.88
Gas natural	0.21	0.12
Total	1.68	1.000

Fuente: Cálculo del autor.

Figura: Índice Compuesto de Commodities Paraguay (ICCPRY)



Fuente: Cálculo del autor.