

I-2012

Informe de Política Monetaria

Banco Central del Paraguay



Prólogo

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

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

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

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

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

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

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

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

dades tendientes a allanar el camino para su adopción.

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

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

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

Y en cuarto lugar, se ha establecido elaborar un Informe de Política Monetaria, que tendrá una frecuencia semestral y será pu-

blicado en los meses de setiembre y marzo.

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

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

Directorio del Banco Central del Paraguay

Índice

1. Perspectivas de la Inflación	8
2. Inflación	10
3. Entorno Internacional y Regional	13
3.1. Crecimiento Económico Mundial	13
3.2. Inflación Mundial	14
3.3. Precio Mundial de Commodities	15
3.4. Mercado de Divisas	16
3.5. Medidas de Política Económica Aplicadas	17
4. Demanda y Actividad	19
4.1. Perspectivas del Producto Interno Bruto	19
4.2. Crecimiento por Sectores Económicos	20
5. Sector Externo	23
5.1. Comportamiento de la Balanza de Pagos	23
5.2. Consideraciones sobre las entidades hidroeléctricas binacionales en las estadísticas macroeconómicas	24
5.2.1. Comercio exterior	24
5.2.2. Cuenta financiera y posición de inversión internacional	24
6. Finanzas Públicas	26
6.1. Ejecución Presupuestaria del Gobierno Central	26
6.2. Ingresos	26
6.3. Gastos	27
6.4. Requerimiento Financiero	27

7. Sector Financiero	28
7.1. Desempeño de las tasas de interés	28
7.2. Morosidad del sistema bancario	29
7.3. Créditos por actividad económica	30
7.4. Dolarización	30
8. Política Monetaria	32
8.1. Implementación de la Política Monetaria	36
8.2. Instrumentos de Regulación Monetaria	36
8.3. Corredor de tasas de interés	38
8.4. Dinero primario y liquidez	39
8.5. Expectativas de variables económicas	39
8.6. Reservas Internacionales	40
8.7. Tipo de Cambio Real Efectivo (TCRe)	41
8.8. Tipo de Cambio Nominal y Compras netas de divisas del Sector Privado .	41

Resumen

Durante el primer semestre del 2012 el crecimiento en la mayoría de las economías avanzadas se mantiene modesto. Por el lado de los países en desarrollo, si bien el crecimiento se ha moderado recientemente, este sigue siendo sólido. Las perspectivas para la economía global son de una recuperación gradual, mientras se presentan significativos riesgos a la baja ante la delicada situación en la Zona Euro.

En América Latina, luego de la fuerte expansión registrada en 2010, el crecimiento decayó en 2011 cuando registró una tasa del 4,5%, en tanto, para el presente año se espera una mayor moderación con un avance del 3,7%, viéndose impactada por la crisis en Europa y el moderado crecimiento en Estados Unidos. En Brasil el crecimiento se mantiene débil, reflejando fundamentalmente la desaceleración del sector industrial y el impacto de la situación global. Durante el primer trimestre la economía brasilera creció a una tasa interanual de 0,8% y se proyecta que cierre el año con una expansión del 3%, luego de un avance del 2,7% en 2011.

La proyección del crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de Paraguay para el año 2012 aún se mantiene en torno al -1,5%, principalmente como consecuencia de la reducción estimada en la producción agrícola, en especial la soja, debido a la sequía que afectó al sector a fines del 2011 e inicios del presente año.

Desde la óptica de la demanda, el consumo

total presentó una menor expansión. Entre sus componentes se observó que el consumo de gobierno tuvo el crecimiento más importante de los últimos años, mientras que el consumo privado también creció, pero a una tasa muy inferior al promedio de los trimestres precedentes.

Por su parte, la Balanza de Pagos registró un saldo neto negativo durante el primer semestre del año, a diferencia de los nueve años consecutivos anteriores. Sin embargo, se estima una reversión del resultado deficitario de balanza de pagos durante el segundo semestre tal que finalice el año con un resultado positivo debido principalmente a flujos de capitales externos privados relacionados con la actividad económica de servicios, comercialización de bienes agropecuarios, telefonía, transporte de cargas, etc.

En la incorporación de la energía eléctrica en las estadísticas de cuentas nacionales y de balanza de pagos se resalta el hecho de que Paraguay es un productor mundial importante de esta fuente energética y primer exportador. En efecto, la estructura de composición de las exportaciones permite visualizar la importancia relativa de esta fuente energética con respecto a los bienes agropecuarios y el comercio de reexportación.

Con respecto a la inflación total interanual, al mes de agosto se ubica en una tasa de 2,8%, valor aún por debajo del centro del rango referencial de inflación de mediano y

largo plazo (5 % con un rango de tolerancia de +/- 2,5 %). Con este resultado, la inflación total completa once meses consecutivos de variaciones interanuales ubicadas dentro del rango meta.

La inflación subyacente interanual, por su parte, se ubica en una tasa de 2,5 % en el mes de agosto, valor inferior al observado en los tres meses anteriores. Esta variable también se ubica por undécimo mes consecutivo dentro del rango meta, y en un nivel aún por debajo de la verificada en la inflación total.

A partir de la decisión del Directorio del BCP de migrar a un esquema de política monetaria de “Metas de Inflación”, se han implementado una serie de medidas a fin de profundizar el mercado de dinero y dotar de nuevos instrumentos de política monetaria. En este sentido, se hizo operativa la ventanilla de liquidez permanente denominado FLIR, a fin de que el sistema financiero tenga la certeza de conseguir liquidez en caso de no obtenerla en el mercado.

Asimismo, con el objetivo de posibilitar la participación de una mayor cantidad de entidades en el mercado interbancario se hizo operativo el instrumento denominado Ventanilla de Liquidez Interbancaria (VLI) que de alguna manera ayudará a dinamizar, y eliminar o reducir la segmentación en el mercado de dinero, dado que la segmentación implica que solamente ciertas entidades tengan acceso al call interbancario a través de líneas de crédito abiertas, caso contrario, las mismas no podrían obtener liquidez a través de este mecanismo.

Otras de las importantes medidas adoptadas por el BCP, a través de la Gerencia de Mercado, fue la desmaterialización completa de las Letras de Regulación Monetaria (LRM), lo que ha posibilitado cortes de menor porte. Esto permite que las demandas de liquidez a través del Repo (VLI) se ajuste a las necesidades del sistema financiero. Además, todas las colocaciones de largo plazo de las LRM se realizan por vencimiento, facilitando la negociación de las mismas entre sí, obteniéndose un mayor volumen por vencimientos similares. Este esquema permite a los poseedores de títulos tener una valoración más precisa y oportuna de los instrumentos, posibilitando su negociación entre entidades del sistema financiero.

El cambio en el perfil de la política monetaria aplicada por el BCP a partir del segundo semestre del 2011 continuó en la misma senda en el primer semestre del 2012, atendiendo a las proyecciones de inflación y el desarrollo de la actividad económica para el 2012, esta última afectada por shocks negativos en la producción como la sequía y el brote de fiebre aftosa.

De manera a crear un ambiente más propicio, atendiendo a la coyuntura económica, la Tasa de Política Monetaria (TPM) de 14 días se redujo en dos oportunidades durante el primer semestre, 75 puntos básicos en enero y 25 puntos básicos en mayo, con lo que a junio de 2012 la TPM fue de 6,25 %.

Así, la posición de la política monetaria en el primer semestre fue, en general, de carácter expansiva debido a la retracción en el crecimiento económico, por lo que la auto-

riedad monetaria aplicó una política contracíclica a fin de mitigar los posibles efectos nocivos que pudieren afectar el bienestar de los agentes económicos.

De acuerdo a la encuesta de Expectativa de Variables Económicas (EVE) que el BCP realiza mensualmente, se observó que las expectativas de los agentes económicos en relación a la inflación se ajustaron gradualmente a la baja hasta mayo de 2012. Así, luego de cerrar el 2011 con expectativas de inflación del 6,3 % para el año 2012, este valor fue disminuyendo paulatinamente hasta llegar al nivel de 5,4 % en mayo pasado, terminando el semestre con expectativas de 5,5 %. En cuanto a las expectativas para 2013, la misma disminuyó desde 6,3 % en enero a 5,8 % en mayo último, para culminar el semestre en una tasa de 6,0 %.

El tipo de cambio efectivo real se apreció en casi todo el primer semestre del 2012, experimentando un cambio en la trayectoria inicial en el sexto mes del año, registrándose una depreciación de 1,27 %. Estos cinco

meses iniciales del año dejan observar un quiebre en el lineamiento mantenido en los últimos meses del 2011 (depreciación), pero cabe mencionar que lo registrado en el mes de junio hace suponer que se reencausará la desviación, lo que ayudará a la sostenibilidad de la Balanza de Pagos, asegurando competitividad de los productos nacionales en los mercados internacionales.

En este espectro económico, la senda central de proyección de la inflación total en el escenario pasivo da cuenta de una tasa del 5,9 % para el cierre de 2012 y 6,08 % para el cierre de 2013. Sin embargo, la probabilidad acumulada de que la inflación se ubique por debajo de la senda central para el cierre de 2012 es del 79 %, con lo que se observa un fuerte sesgo a la baja en la proyección de la inflación para este ejercicio económico. Situación parecida se presenta al computar las probabilidades acumuladas para el 2013, en este caso se indica un sesgo del 70 % para que la inflación cierre en ese año por debajo de la proyección del sendero base.

1. Perspectivas de la Inflación

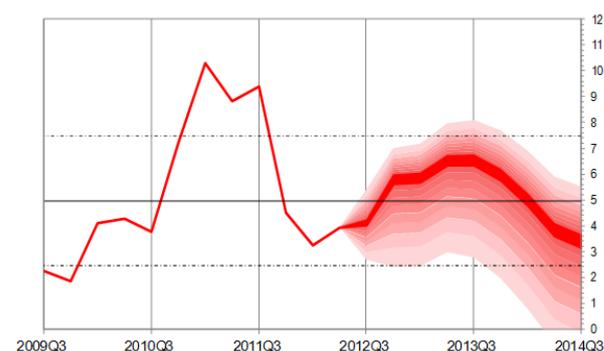
La retracción de la economía mundial y de la económica doméstica, más la relativa estabilidad del tipo de cambio nominal y el precio del principal insumo importado (petróleo) tendieron a disminuir las presiones inflacionarias para el cierre del año 2012. Si bien es cierto, que la demanda interna está respondiendo muy lentamente al impulso negativo de la caída anunciada del PIB, esta no mantiene (aunque continúa positivo en promedio) el dinamismo que se había observado en años anteriores y se espera por ello, que las presiones inflacionarias por estas vías no sea considerable.

La menor previsión de la inflación, al menos para una parte importante del horizonte de política monetaria le ha permitido al BCP re direccionar la posición de la política monetaria para acompañar la caída de la expectativa inflacionaria desde noviembre de 2011, reduciendo la tasa de interés hasta ubicarlo por debajo de la tasa neutral de la política monetaria. Sin embargo, las expectativas que se tienen sobre la recuperación del sector real para el próximo año, más el dinamismo observado actualmente en algunos indicadores adelantados de presión inflacionaria podría rever la dinámica inflacionaria desde el último trimestre del año y para el 2013.

En efecto, se espera para el próximo año una fuerte recuperación de la actividad económica en general que lo ubicaría por encima de su nivel potencial y con ello la aceleración de la demanda agregada. A esto se

suma la probable recuperación del mercado de exportación de la carne vacuna a partir de setiembre de 2012 (cambio esperado en precios relativos), el dinamismo actual de los agregados monetarios y del crédito y la reversión de la tendencia de los precios de los no transables (servicios) que podrían implicar en un futuro cercano el punto de inflexión de la tendencia inflacionaria y con ello el cambio esperado de la orientación de la política monetaria.

Figura 1: Proyección de la Inflación Total (2012 - 2014)



Fuente: Banco Central del Paraguay

En este espectro económico, la senda central de proyección de la inflación total en el escenario pasivo da cuenta de una tasa del 5,9% para el cierre de 2012 y 6,08% para el cierre de 2013. Sin embargo, la probabilidad acumulada de que la inflación se ubique por debajo de la senda central para el cierre de 2012 es del 79%, con lo que se observa un fuerte sesgo a la baja en la proyección de la inflación para este ejercicio económico. Situación parecida se presenta al computar las probabilidades acumuladas

para el 2013, en este caso se indica un sesgo del 70 % para que la inflación cierre en ese año por debajo de la proyección del sendero base.

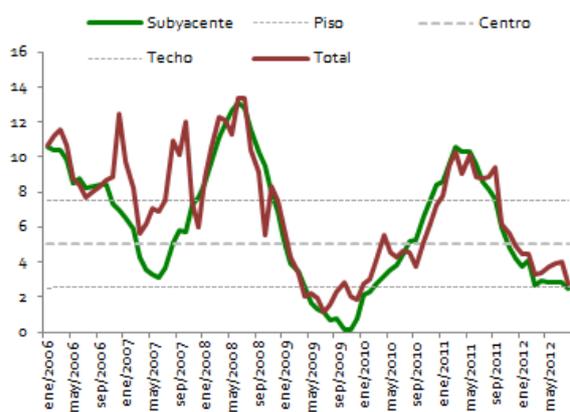
Finalmente, la expectativa de los agentes

económicos esta acompañando la mayor previsibilidad y transparencia inflacionaria observada en los últimos años. Es así que las expectativas inflacionarias a agosto de los agentes económicos para el cierre de 2012 es del 5,14 % y 5,61 % para el 2013.

2. Inflación

La inflación total interanual, al mes de agosto del año 2012, se ubica en una tasa de 2,8%, valor aún por debajo del centro del rango referencial de inflación de mediano y largo plazo (5% con un rango de tolerancia de +/- 2,5%). Con este resultado, la inflación total completa once meses consecutivos de variaciones interanuales ubicadas dentro del rango meta.

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



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

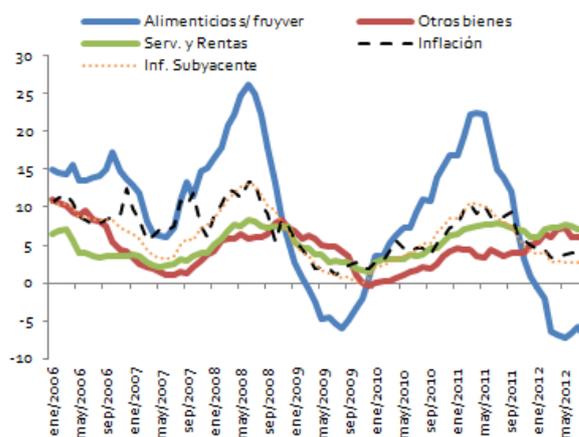
La inflación subyacente interanual, por su parte, se ubica en una tasa de 2,5% en el mes de agosto del 2012, valor inferior al observado en los tres meses anteriores. Esta variable también se ubica por undécimo mes consecutivo dentro del rango meta, y en un nivel aún por debajo de la verificada en la inflación total.

Con el resultado inflacionario mensual del mes de agosto, el cierre de la inflación total esperada para el año 2012 continúa alineada con las estimaciones realizadas por la

banca central a inicios del año 2012.

La evolución interanual de la inflación de los bienes transables continúa en zona negativa, de la mano de las reducciones de precios observadas en los alimentos (como carne vacuna, sustitutos de la carne vacuna y azúcar, entre otros) aunque a un ritmo cada vez menor, presagiando con ello, aparentemente, el fin del ciclo de contracciones de las cotizaciones de los alimentos.

Figura 3: Inflación en Alimentos (Variación % interanual)



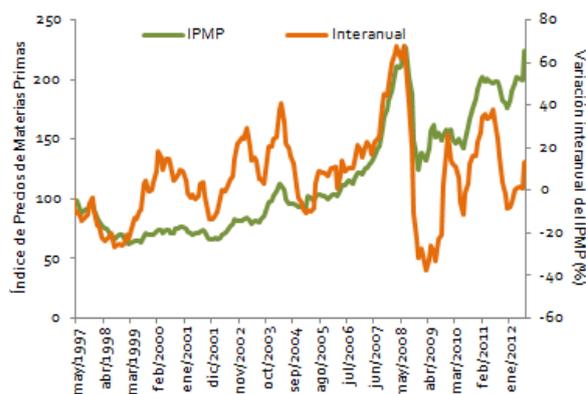
Fuente: Dpto. Cuentas Nacionales y Mercado Interno – SGGPM, BCP

No obstante, se espera que recién a inicios del año 2013 se reanude las exportaciones de carne vacuna al mercado chileno, por lo que se espera que los precios de este rubro permanezcan en niveles bajos hasta finales del año 2012.

Los bienes duraderos, por su parte, han observado incrementos de precios en los últimos meses, en directa relación con la volatilidad observada por el tipo de cambio

guaraní/dólar desde inicios del año 2012. Así, el valor de la moneda norteamericana aumento fuertemente en el mes de enero, para volver a bajar su cotización en el mes de febrero del corriente año. En mayo, la divisa americana experimentó nuevamente un incrementar en su valor, para volver a reducirse en el mes de agosto del corriente año, y finalmente terminar ubicado en un nivel levemente menor al cierre observado por relación guaraní/dólar en el mes de diciembre del año 2011.

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



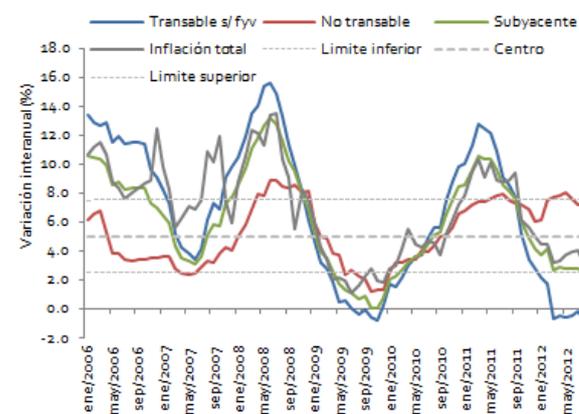
Fuente: Dpto. Cuentas Nacionales y Mercado Interno – SGGPM, BCP

Este escenario de inestabilidad cambiaria no solo se verificó en la economía paraguaya, sino también en el resto del mundo, y guarda estrecha relación con el desarrollo de la crisis europea, principalmente el agravamiento de la situación fiscal y de deuda soberana de países como Grecia, Portugal, Irlanda, España e Italia. La falta de una solución de fondo a los problemas fiscales y de deuda está afectando a variables reales como el producto y el empleo en estos paí-

ses, a la vez que mantiene la incertidumbre con respecto al crecimiento de la economía mundial debido a la probabilidad de contagio latente a los demás países de la zona euro, y a través de ellos, al resto de los países.

Paralelamente a ello, la apreciación de nuestra moneda con respecto al real brasileño, especialmente desde el mes de febrero del año 2012, ha atenuado los incrementos de precios de los bienes importados (y de los demás bienes transables que compiten con bienes de origen brasileño).

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



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

Un hecho resaltante en el comportamiento de los precios de consumo durante el año 2012 ha sido el cambio a la baja en la trayectoria interanual de la inflación de los bienes no transables (mayoritariamente servicios), que desde inicios del año habían exhibido una tendencia creciente. Este comportamiento de los no transables es congruente con cierto rezago en el ajuste del gasto doméstico al menor ingreso de la economía en

el año 2012, según se desprende de la observación de los resultados del Estimador Cifras de Negocio (ECN) y el Indicador Mensual de Actividad Económica del Paraguay (IMAEP). Cabe destacar, que desde el mes de julio del año 2012 la inflación de estos bienes se ubica levemente por debajo del techo del rango meta tras cuatro meses de permanecer fuera de la misma.

En relación a los bienes derivados del petró-

leo, se destacan las reducciones interanuales apuntadas en estos bienes en los últimos meses a pesar de los incrementos mensuales registrados a inicios del año, y que estuvieron explicados principalmente por la depreciación cambiaria. Actualmente, los aumentos verificados en la cotización internacional del petróleo se constituye en factores de riesgo que eventualmente podrán revertir la trayectoria interanual de los precios de los derivados del crudo.

3. Entorno Internacional y Regional

3.1. Crecimiento Económico Mundial

Durante el primer semestre del 2012 el crecimiento en la mayoría de las economías avanzadas se mantiene modesto. Por el lado de los países en desarrollo, si bien el crecimiento se ha moderado recientemente, este sigue siendo sólido. Las perspectivas para la economía global son de una recuperación gradual, mientras se presentan significativos riesgos a la baja ante la delicada situación en la Zona Euro.

Cuadro 1: Crecimiento Mundial (Variación % anual)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Economías avanzadas	0,0	-3,6	3,2	1,6	1,4	2,0
Estados Unidos	-0,3	-3,5	3,0	1,7	2,2	2,4
Zona Euro	0,4	-4,3	1,9	1,4	-0,4	0,7
Japón	-1,0	-5,5	4,4	-0,7	2,5	2,3
Economías emergentes y en desarrollo	6,0	2,8	7,5	6,2	5,7	6,0
China	9,6	9,2	10,4	9,2	8,1	8,4
India	6,2	6,6	10,6	7,2	6,9	7,3
América Latina y el Caribe	4,2	-1,6	6,2	4,5	3,7	4,1
Brasil	5,2	-0,3	7,5	2,7	2,4	4,2

Fuente: Fondo Monetario Internacional y Consensus Forecasts

La economía estadounidense mantuvo un crecimiento moderado en la primera mitad del 2012. El producto durante el primer trimestre se expandió 1,9% en cifras anualizadas, verificándose la desaceleración de la economía, que durante el último trimestre del 2011 creció a una tasa anual del 3%. Para los próximos trimestres se prevé la continuación del crecimiento a un ritmo moderado en un contexto de consolidación fiscal,

des apalancamiento de los hogares, niveles de desempleo persistentemente elevados y un sector inmobiliario que se mantiene deprimido, a lo que se suma la crisis en Europa. Para el 2012 se proyecta una expansión del 2,2%, luego de crecer 1,7% en 2011.

En la Zona Euro se presenta un escenario bastante delicado con varios países en recesión. La agudización de las tensiones financieras durante los últimos meses, elevados niveles de desempleo y las medidas de austeridad aplicadas impactan en la economía y hacen prever una lenta recuperación. En España la situación es preocupante, los costos de financiación han alcanzado niveles máximos desde la introducción del euro, amenazando su capacidad de financiarse, en tanto la aprobación de un plan de rescate de hasta 100.000 millones de euros para sanear el sistema financiero no ha logrado traer calma a los mercados. Italia enfrenta asimismo una difícil situación de endeudamiento, lo que se refleja en costos de financiamiento que han ido en aumento en los últimos meses. En Grecia, los resultados de las elecciones, en las que resultó triunfador el partido conservador pro rescate, la alejan de una salida desordenada de la moneda común en el corto plazo, sin embargo, los temores se mantienen y aún es incierto que el país pueda permanecer dentro de la unión monetaria.

El crecimiento en la Zona Euro fue nulo durante los primeros tres meses del año, luego de haber registrado una contracción del

0,3% durante el cuarto trimestre del 2011, en tanto débiles indicadores económicos correspondientes al segundo trimestre señalan un mayor debilitamiento durante este periodo.

En Francia la producción se estancó durante el primer trimestre, Italia cayó por tercer trimestre consecutivo, retrocediendo 0,8%, luego de caídas del 0,2% y 0,7% en los dos trimestres anteriores, en tanto que España entró en recesión al verificarse una contracción de 0,3% por segundo trimestre consecutivo. Por su parte, Alemania registró un avance del 0,5% luego de haber retrocedido 0,2% en el periodo anterior. Para la Zona Euro se proyecta una caída del 0,4% en 2012, frente a una expansión de 1,5% en 2011.

En Japón la producción durante el primer trimestre se incrementó en 1,2% luego de estancarse durante el último trimestre del 2011. El repunte en el crecimiento se ve explicado por un incremento en el gasto de consumo privado y del gasto público, reflejando el mayor gasto destinado a la reconstrucción vinculada al terremoto y tsunami del 2011, así como un fuerte incremento de las exportaciones. Para el segundo trimestre los indicadores económicos señalan una desaceleración del crecimiento, en tanto para los próximos trimestres se espera que la recuperación se mantenga a un ritmo moderado, apoyada en la fortaleza de la demanda interna y un entorno externo más favorable. Se estima que la economía japonesa cierre el año con una expansión del 2,5%, luego de caer 0,7% en 2011.

Por el lado de China, el crecimiento continuó desacelerándose en el primer trimestre al expandirse a una tasa interanual del 8,1%, sumando cinco trimestres consecutivos de caída. Los datos del sector externo muestran un menor dinamismo, reflejando fundamentalmente la situación en Europa. La demanda interna presenta asimismo menor fortaleza. Para el segundo trimestre se estima una mayor ralentización con un crecimiento proyectado del 7,9% y se prevé que esta tendencia se revierta a partir del tercer trimestre. Para todo 2012 las expectativas son de un crecimiento del 8,1%, frente al 9,2% del 2011.

En América Latina, luego de la fuerte expansión registrada en 2010, el crecimiento decayó en 2011 cuando registró una tasa del 4,5%, en tanto, para el presente año se espera una mayor moderación con un avance del 3,7%, viéndose impactada por la crisis en Europa y el moderado crecimiento en Estados Unidos. En Brasil el crecimiento se mantiene débil, reflejando fundamentalmente la desaceleración del sector industrial y el impacto de la situación global. Durante el primer trimestre la economía brasilera creció a una tasa interanual de 0,8% y se proyecta que cierre el año con una expansión del 3%, luego de un avance del 2,7% en 2011.

3.2. Inflación Mundial

A nivel global las presiones inflacionarias se han reducido, en un entorno de desaceleración del crecimiento y la caída en la cotiza-

ción de las materias primas.

En Estados Unidos la inflación se ha moderado, reflejando en los últimos meses la caída en la cotización del crudo. En el mes de mayo la inflación interanual fue del 1,7%, por debajo del 3% registrado en diciembre del 2011. Se estima para el 2012 una tasa del 2,2% frente al 3,1% en 2011.

Figura 6: Inflación Mundial (Variación % anual)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Economías avanzadas	3,4	0,1	1,5	2,7	1,9	1,7
Estados Unidos	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,2	2,0
Zona Euro	3,3	0,3	1,6	2,7	2,3	1,7
Japón	1,4	-1,3	-0,7	-0,3	0,1	0,0
Economías emergentes y en desarrollo	9,2	5,2	6,1	7,1	6,2	5,6
América Latina y el Caribe	7,9	6,0	6,0	6,6	6,4	5,9

Fuente: Fondo Monetario Internacional y Consensus Forecasts

La inflación interanual en la Zona Euro alcanzó 2,4% en el mes de mayo, por debajo del 2,7% registrado en diciembre del 2011. Para los próximos meses se espera una mayor desaceleración de la inflación teniendo en cuenta las perspectivas para la cotización del crudo y el débil crecimiento y se espera retorne a niveles inferiores al 2% en 2013.

Por el lado de China, el incremento en los precios se desaceleró asimismo durante la primera parte del año alcanzando en mayo una tasa del 3%, luego de registrar en 2011 un 4,1% en el mes de diciembre.

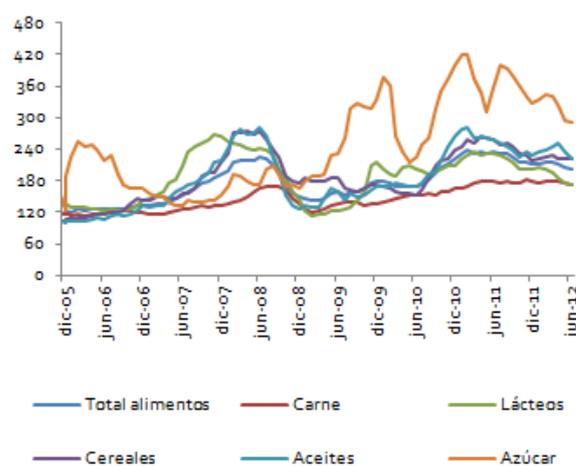
En Latinoamérica las presiones inflacionistas también han cedido. Se prevé una inflación del 6% para el 2012, frente al 6,9% registrado en 2011.

3.3. Precio Mundial de Commodities

Los precios internacionales de los alimentos se movieron al alza durante los primeros meses del año luego de retroceder durante la mayor parte del 2011. En el segundo trimestre sin embargo los precios volvieron a ceder ante un panorama económico negativo y buenas perspectivas de oferta. Así, el índice de precios de alimentos de la FAO cayó en junio por tercer mes consecutivo, registrando un valor menor en 15,4% respecto al máximo alcanzado en febrero del 2011.

Los precios de la carne han cedido asimismo durante los últimos meses, sin embargo se mantienen próximos a los niveles máximos alcanzados durante el 2011, reflejando el elevado precio de la carne bovina.

Figura 7: Índice de Precios de Alimentos



Fuente: FAO

La soja por otro lado mostró tendencia creciente a lo largo del primer semestre del año, impulsada por la baja en la produc-

ción en Sudamérica. La soja en el mercado de Chicago cotizó en junio a USD 522,5 la tonelada, lo que representa un incremento del 24 % con relación a diciembre del 2011, en tanto el precio de los futuros muestra una cotización promedio de USD 572 durante el segundo semestre del 2012 y una media de USD 517 en 2013.

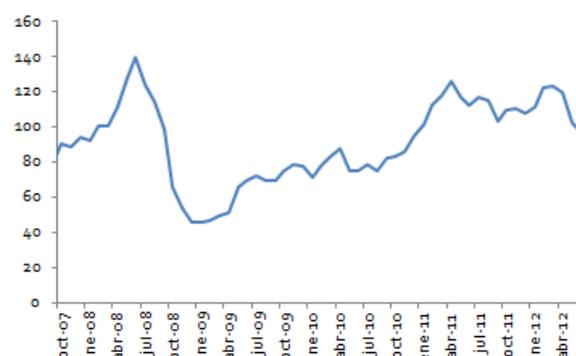
Figura 8: Soja - Precio Histórico y Futuro (Bolsa de Chicago, USD/ton.)



Fuente: Reuters

La cotización del crudo, que en el primer trimestre del año presentó movimiento al alza, revirtió posteriormente su tendencia experimentando un fuerte descenso en los últimos meses. El Brent cotizó en junio a un valor 11 % inferior al registrado en diciembre del 2011, en tanto que el WTI retrocedió 16 % durante el mismo periodo. La baja en el precio del petróleo está vinculada a varios factores como las mayores preocupaciones por la situación en Europa, el desmejoramiento de las perspectivas para la economía mundial, mejores condiciones de oferta y un alivio de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente.

Figura 9: Precio Petróleo Brent (USD/barril)



Fuente: Reuters

3.4. Mercado de Divisas

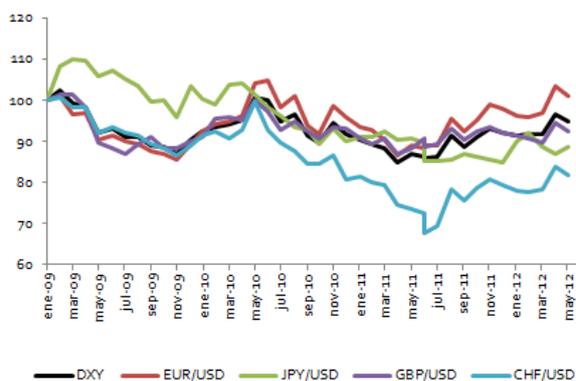
Durante el segundo trimestre del 2012 la tendencia general fue de una revalorización del dólar frente a la mayoría de las monedas, revirtiendo la pérdida registrada en la primera parte del año.

En medio de mayores preocupaciones por la agudización de las tensiones en la Zona Euro la moneda común presenta comportamiento a la baja desde abril, habiéndose depreciado durante los últimos meses frente a las principales monedas. El euro cerró junio cotizando frente al dólar a un nivel 5 % inferior respecto al cierre de marzo, alcanzando durante la parte final del semestre su menor valor desde junio del 2010.

En la región, las monedas se movieron al alza en la primera parte del año impulsadas por un clima de menor aversión al riesgo y mayores flujos de capital, sin embargo, durante el segundo trimestre han vuelto a mostrar tendencia a la baja en un contexto de creciente aversión al riesgo en los mer-

cados ante el deterioro de la situación en la Zona Euro.

Figura 10: Evolución de las Principales Divisas (01/2009 = 100)



Fuente: Bloomberg

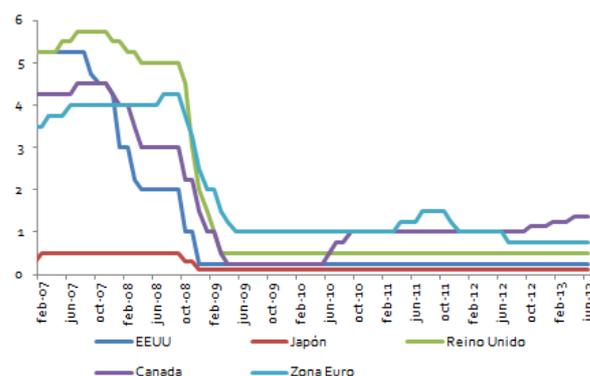
3.5. Medidas de Política Económica Aplicadas

Durante los últimos meses las tasas de referencia se han mantenido sin variación en la mayoría de las economías, en tanto un entorno de menores presiones inflacionistas y desaceleración del crecimiento ha llevado a algunos países a la aplicación de una política más expansiva.

En Estados Unidos, la Reserva Federal mantuvo el tipo de referencia y prevé niveles de tasas excepcionalmente bajas hasta al menos fines del 2014. Por otro lado, la FED ha decidido ampliar el programa “operación twist”, consistente en el canje de bonos de corto plazo por bonos de largo plazo, extendiendo la madurez de sus tenencias, con el objeto rebajar las tasas a largo plazo. El programa, el cual estaba previsto que finalizara en el mes de junio, se extiende has-

ta fin de año ampliándose el monto en USD 267 mil millones.

Figura 11: Tasa de Política Monetaria - Países Desarrollados

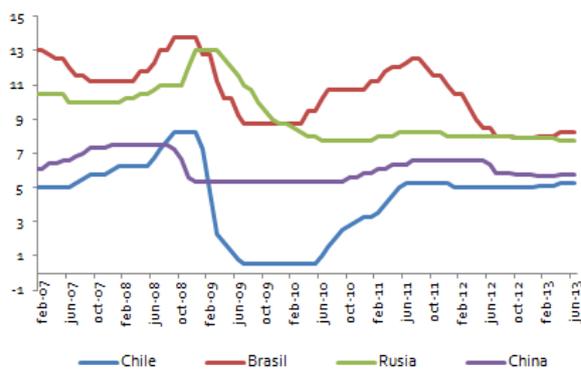


Fuente: Bloomberg, Reuters

Japón mantiene su tasa de política monetaria en niveles mínimos y ha ampliado su programa de compra de activos hasta 70 billones de yenes.

Por su parte, el Banco Central Europeo ha dejado sin cambios la tasa de política monetaria luego de haberla recortada en dos ocasiones durante la última parte del año pasado. Sin embargo, la expectativa para el tercer trimestre es que el organismo monetario recorte los tipos a fin de apoyar la frágil economía de la Zona Euro. Por otro lado, en el mes de febrero el BCE llevó cabo la segunda subasta de liquidez con vencimiento a tres años. Junto a la primera operación a tres años de diciembre del 2011 el BCE concedió fondos al sistema financiero por un monto superior a 1 billón de euros.

Figura 12: Tasa de Política Monetaria - Países Emergentes



Fuente: Bloomberg, Reuters

El menor dinamismo de la economía china ha llevado a la aplicación de políticas fisca-

les y monetarias más expansivas. El banco central de China recortó en mayo el ratio de requerimientos de reservas en 50 puntos a fin de mejorar las condiciones de crédito, tratándose de la segunda rebaja en lo que va del año y la tercera desde noviembre del 2011. Además, en el mes de junio el banco central recortó en 25 puntos básicos las tasas de referencia de créditos y depósitos por primera vez desde 2008. En medio de datos negativos de la economía china y la inflación que se mantiene débil la expectativa es de una mayor flexibilización de la política monetaria a fin de apoyar el crecimiento.

4. Demanda y Actividad

4.1. Perspectivas del Producto Interno Bruto

La proyección del crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de Paraguay para el año 2012 aún se mantiene en torno al -1,5%¹, principalmente como consecuencia de la reducción estimada en la producción agrícola, en especial soja, debido a la sequía que afectó al sector a fines del 2011 e inicios del presente año.

El desenvolvimiento de la actividad económica local se produce en un contexto mundial² caracterizado por condiciones fiscales y financieras que muestra signos de debilitamiento, sumado a la incertidumbre debido a la falta de políticas económicas claras para la solución de problemas de fondo.

Así, la zona del euro ha sido afectada nuevamente por una escalada de tensiones en los mercados financieros, de la mano de un agravamiento de la incertidumbre política y financiera en Grecia, los problemas del sector bancario en España y a dudas en torno a la capacidad de los gobiernos para cumplir con las reformas y los ajustes fiscales, y principalmente, con respecto a la voluntad de los demás países socios de prestar su ayuda económica.

Estos trastornos han derivado en salidas de capital y en una nueva escalada de los rendimientos de los títulos soberanos.

Con respecto a las salidas de capitales, como parte de estos flujos se volcaron a activos considerados seguros dentro de la misma zona del euro, el euro no se vio tan debilitado. Sin embargo, en la periferia de la zona del euro los mercados de deuda soberana aún no han recuperado la estabilidad. Por otro lado, los indicadores económicos anticipados del sector real en la zona del euro presagian una nueva contracción de la actividad de la zona durante el segundo trimestre del año 2012.

Por su parte, los datos provenientes de Estados Unidos también sugieren que el crecimiento será menor al pronosticado a inicios de año. El crecimiento también ha sido más moderado en las economías de mercados emergentes, principalmente Brasil, China e India, como consecuencia del debilitamiento externo pero también debido a una desaceleración de la demanda interna motivada por el endurecimiento de las políticas a lo largo del último año.

Varias economías de mercados emergentes también se han visto afectadas por una mayor aversión al riesgo de los inversionistas, y por la incertidumbre con respecto al crecimiento, lo cual se tradujo no solo en descensos de los precios de las acciones sino también en salidas de capitales y depreciaciones de las monedas.

Los precios de las materias primas también han visto reducido sus niveles. Así, los pre-

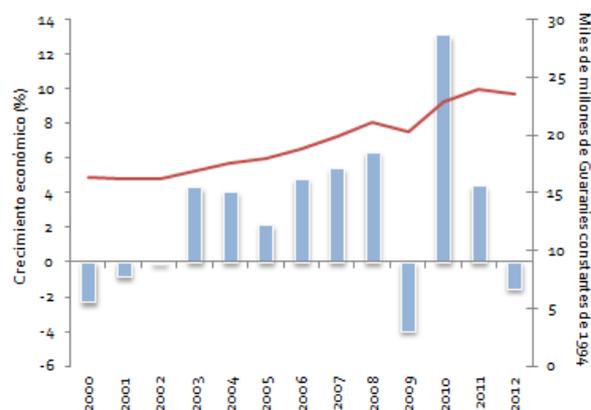
¹En el mes de octubre del corriente año se estaría realizando la segunda revisión del PIB, año 2012.

²Perspectivas de la economía mundial, actualización de las proyecciones centrales, Fondo Monetario Internacional (FMI), 16 de julio de 2012.

cios del petróleo crudo son los que más disminuyeron durante el segundo trimestre del año 2012 debido a la combinación de efectos de debilitamiento de las perspectivas de la demanda mundial, alivio de las inquietudes en torno a los riesgos geopolíticos para la oferta que estaban vinculados a la situación de Irán y la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de mantener la producción por encima de las cuotas fijadas. No obstante, los últimos datos actualmente sugieren un aumento de los precios del petróleo por lo que surgen datos mixtos con respecto a su probable evolución.

En este contexto internacional, se espera que el producto mundial crezca a una tasa del menor al observado en el año anterior, por lo que también es de esperar un menor crecimiento del volumen de comercio con respecto al año anterior.

Figura 13: PIB Real - Incluye Binacionales (Evolución y nivel)



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

4.2. Crecimiento por Sectores Económicos

En el plano local, la actividad económica al primer trimestre del año 2012 observó una desaceleración, tanto en algunos componentes de la oferta como de la demanda.

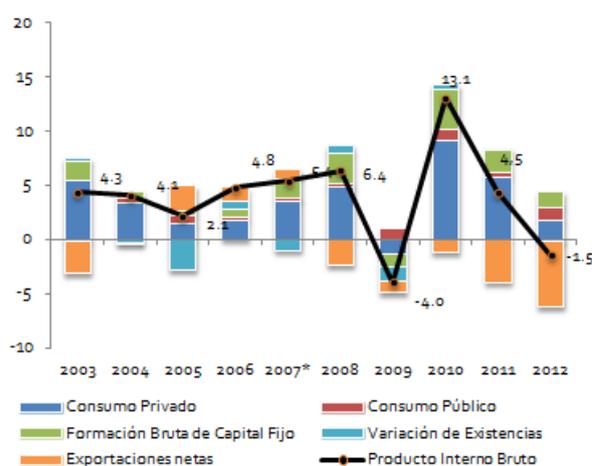
Desde el punto de vista de la producción, el sector Agropecuario presentó caídas en sus dos componentes más importantes, la Agricultura y la Ganadería, donde la primera de ellas fue afectada por condiciones climáticas adversas (sequía), cerrando una mala campaña agrícola 2011/2012, que conforme a las últimas estimaciones del Ministerio de Agricultura y Ganadería (MAG) se tradujo en menores niveles de producción en la mayor parte de los rubros, mientras que el segundo sector agropecuario, el ganadero, sigue con franca contracción de sus niveles de producción, debido principalmente a la disminución de los niveles de faenamiento de ganado bovino explicado, en parte, por la restricción observada en la venta de carne vacuna a importantes mercados externos durante el último trimestre del año anterior y el primer trimestre del año 2012.

Sobre este último punto, es necesario recordar que a finales del mes de setiembre del año 2011 se produjo un brote de fiebre aftosa en el Departamento de San Pedro, hecho que motivó la suspensión del status sanitario de Paraguay de “país libre de fiebre aftosa con vacunación” y la consecuente suspensión de las exportaciones cárnicas.

Para la Industria manufacturera, el panorama fue de contrastes, donde algunos sec-

tores importantes presentaron incrementos, como la industria láctea, bebidas y tabaco, productos textiles y productos químicos. Sin embargo, otras actividades económicas también relevantes verificaron sendas caídas, por ejemplo, las industrias cárnicas, de cueros y la de minerales no metálicos. Con este escenario, el sector en su conjunto presentó finalmente una expansión moderada durante el primer trimestre del año 2012.

Figura 14: PIB Real: Evolución de los Componentes por el Lado de la Demanda - Incluye Binacionales (Variación porcentual anual)



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

Es importante resaltar que la producción de la Industria manufacturera volvió a la senda del crecimiento luego de dos trimestres de caídas consecutivos. Por su parte, el sector de la Construcción tuvo una pequeña retracción, donde se volvió a presentar inconvenientes en la producción del cemento, a lo que se sumó la menor inversión física del sector público.

En cuanto al sector de los Servicios, sigue su senda de crecimiento sostenido. De esta manera, este sector fue el que más contribuyó al PIB durante el primer trimestre del año 2012, siendo los componentes más destacados en términos de crecimiento los servicios financieros, gobierno general, hotelería y restaurante, y las comunicaciones.

Desde la óptica de la demanda, el consumo total presentó una menor expansión. Entre sus componentes se observó que el consumo de gobierno tuvo el crecimiento más importante de los últimos años, mientras que el consumo privado también creció, pero a una tasa muy inferior al promedio de los trimestres precedentes.

Cuadro 2: Crecimiento por Sectores Económicos - Incluye Binacionales (%)

Sectores	2007	2008	2009	2010	2011*	2012**
Primario	14,3	9,2	-17,2	34,1	4,0	-18,3
Secundario	0,5	3,9	-0,1	7,9	-1,3	5,2
Servicios	3,3	6,0	0,6	6,8	6,1	4,3
Impuestos	5,5	5,0	-1,0	12,0	4,5	-0,5
PIB total	5,4	6,4	-4,0	13,1	4,4	-1,5

Fuente: Dpto. Cuentas Nacionales y Mercado Interno – SGGPM, BCP
(*) Cifras preliminares

(**) Cifras estimadas sujetas a revisión

Por su parte, la Formación Bruta de Capital tuvo una fuerte retracción, debido en gran medida a la menor inversión tanto en términos de obras civiles como en términos de adquisición de bienes de capital.

Finalmente, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios tuvieron comportamientos afines. La importación de bienes y servicios presentó una contracción, explicado por la fuerte disminución en la

importación de los bienes de consumo y de capital, mientras que la Exportación de bienes y servicios, registró una contracción en comparación a similar periodo del año 2011, explicado fundamentalmente por la caída en los niveles de envíos de carne vacu-

na, principalmente debido a la nula exportación de dicho producto al mercado chileno, y por la menor oferta externa de granos de soja como consecuencia de la sequía que afectó el ciclo productivo de la mencionada oleaginosa.

5. Sector Externo

5.1. Comportamiento de la Balanza de Pagos³

Durante el primer semestre del 2012, la Balanza de Pagos registró un saldo neto negativo, a diferencia de los nueve años consecutivos anteriores. Este resultado deficitario representa una importancia relativamente pequeña con respecto a los resultados previos ya expuestos en informes anteriores; en efecto, desde el 2003 hasta el 2011 se han acumulado resultados positivos de Balanza de pagos por USD 4.385,3 millones; este monto representa el 91,4% del saldo de Reserva Internacionales al 30 de junio del 2012, de USD 4.800 millones. El resultado deficitario del primer semestre del 2012 de USD 183,9 millones representa el 4,1% de la acumulación previa.

Esta reducción se ha verificado debido al mantenimiento del déficit en el comercio exterior registrado de acuerdo con los datos provenientes del Sistema SOFIA.

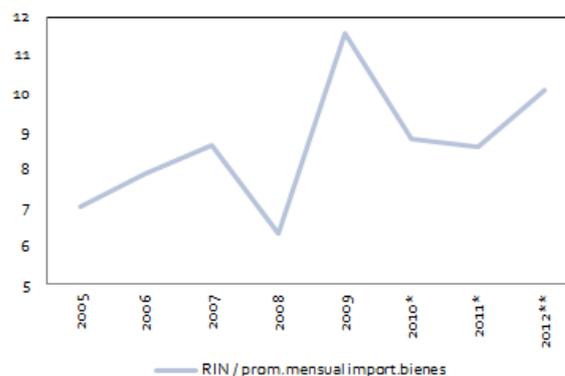
Asimismo, las empresas de Inversión Extranjera Directa, especialmente del sistema financiero, han aumentado la utilidad devengada y mantienen el ritmo de remesas al exterior del 60% aproximadamente de la utilidad del ejercicio durante la primera mitad del 2012.

³El Banco Central del Paraguay está trabajando conjuntamente con la ITAIPU BINACIONAL y la ENTIDAD BINACIONAL YACYRETA para ajustar los datos financieros del balance general, estados de resultados y notas explicativas a los criterios de compilación del Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del Fondo Monetario Internacional, quinta versión. La divulgación será realizada paulatinamente conforme a la disponibilidad de los datos. Los flujos y saldos financieros de la balanza de pagos y la posición de inversión internacional, respectivamente, constituyen la contrapartida de los datos de producción de energía eléctrica ya incorporados a las cuentas nacionales.

El dinamismo de los flujos de capitales privados ha disminuido consistentemente con la menor actividad económica, como se puede apreciar en la evolución de la tasa interanual positiva pero decreciente de los depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario.

Se estima una reversión del resultado deficitario de balanza de pagos durante el segundo semestre, tal que finalice el año con un resultado positivo debido principalmente a flujos de capitales externos privados relacionados con la actividad económica de servicios, comercialización de bienes agropecuarios, telefonía, transporte de cargas, etc.

Figura 15: Capacidad de Importar (Meses promedio)



Fuente: Banco Central del Paraguay

El nivel esperado de Reservas Internaciona-

les para el 31/dic/2012 es superior a USD 5.000 millones, lo que representa la posibilidad de financiar la importación promedio mensual por encima de 10 meses, coeficiente relativo con tendencia creciente, lo cual refleja la estabilidad en el relacionamiento externo de la economía paraguaya.

Las condiciones de apertura comercial y libre movilidad de capitales promueven un dinámico relacionamiento económico externo. En efecto, el coeficiente de apertura comercial del 2011 fue de 75 %, el más alto de la región. Así mismo, los capitales privados se transfieren libremente una vez cumplidos los requisitos legales de control de lavado de dinero, tributación y garantías de solvencia para los bancos y otras instituciones financieras supervisadas; en este sentido, las empresas de Inversión Extranjera en Paraguay remesan, en promedio, anualmente $\frac{3}{4}$ de las utilidades del ejercicio.

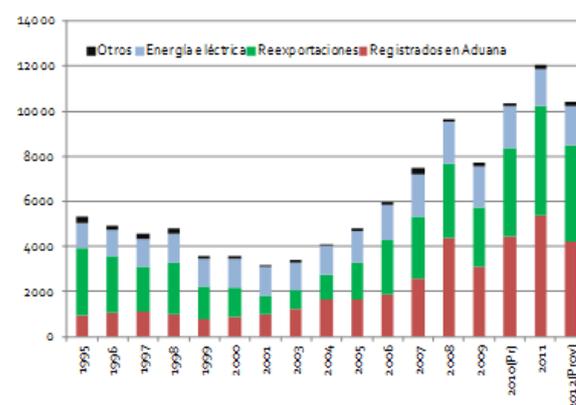
5.2. Consideraciones sobre las entidades hidroeléctricas binacionales en las estadísticas macroeconómicas

5.2.1. Comercio exterior

En la incorporación de la energía eléctrica en las estadísticas de Cuentas Nacionales y de la Balanza de Pagos resalta el hecho de que Paraguay es un productor mundial importante de esta fuente energética y primer exportador. En efecto, la estruc-

tura de composición de las exportaciones permite visualizar la importancia relativa de esta fuente energética con respecto a los bienes agropecuarios y el comercio de re-exportación. Esta diversificación de ventas al exterior hacia una fuente de energía con alta demanda regional mejora las perspectivas de la economía paraguaya en cuanto al relacionamiento económico externo y, especialmente, de inversión en empresas electrointensivas.

Figura 16: Balanza de Bienes: Exportaciones



Fuente: Banco Central del Paraguay

5.2.2. Cuenta financiera y posición de inversión internacional

Las divisas provenientes de la exportación de energía eléctrica al Brasil y a la Argentina son destinadas al servicio de la deuda externa derivada del financiamiento recibido por las entidades binacionales hidroeléctricas para la construcción y para gastos de funcionamiento.

El flujo de transacciones financieras incluye, además, los desembolsos, intereses im-

pagos y el pago actual de las obligaciones vencidas de periodos anteriores.

El flujo financiero neto positivo ha determinado la evolución creciente de la deuda externa de los entes con las siguientes condiciones peculiares:

- Es una deuda existente desde la etapa de construcción de ambos entes binacionales y que ha venido evolucionando crecientemente durante la etapa de explotación sin afectar la normal producción de energía eléctrica prevista.
- Los acreedores de la mayor parte de la deuda son instituciones públicas de los gobiernos condóminos con el gobierno del Paraguay, razón por la cual las condiciones de financiamiento de

esta porción se ajustan al flujo de caja de los entes. Los pagos destinados a deudas con otros acreedores se realizan en las condiciones contractuales previstas.

Las estadísticas detalladas de flujos y saldos de las entidades binacionales hidroeléctricas para ser incluidas en la Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional están en proceso de construcción. Esta previsto divulgar la serie de datos 1995 - 2011 en diciembre del presente año.

El resultado de balanza de pagos comentado mas arriba es definitivo en razón de que constituye un dato proveniente del Balance del Banco Central independientemente del criterio de residencia considerado para Itaipu y Yacyreta.

6. Finanzas Públicas

Con el objetivo de generar el espacio fiscal necesario para hacer frente a eventuales contingencias macroeconómicas adversas, el Sector Fiscal presentó un superávit del 0,8 % del PIB en el año 2011, generando ahorros que podrían usarse de manera prudente sin afectar la sostenibilidad fiscal. El 2012, se plantea como un año de desafío para las finanzas públicas considerando un presupuesto aprobado desfinanciado. No obstante, el Ministerio de Hacienda planea reducir el déficit proyectado (1,6 % del PIB) a través de su plan financiero con las limitaciones que esto plantea.

Cuadro 3: Finanzas Públicas - Gobierno Central (% del PIB)

RECAUDADO/OBLIGADO	2010	2011	2012*
Ingresos Totales (I+II)	17,11%	17,72%	10,66%
I) Ingresos Corrientes	16,77%	17,12%	10,54%
II) Ingresos de Capital y Donaciones	0,37%	0,63%	0,14%
Egresos Totales (I+II)	15,90%	17,07%	10,12%
I) Gastos Corrientes	12,50%	13,05%	8,38%
II) Gastos de Capital	3,40%	3,96%	1,74%
Resultado Global	1,24%	0,73%	0,55%
Resultado Primario	1,60%	1,00%	0,68%
Financiamiento	-1,24%	-0,73%	-0,55%

Fuente: Ministerio de Hacienda

*Datos a mayo/2012

A nivel local el riesgo latente se da en el campo fiscal, a pesar del esfuerzo que está realizando el Gobierno para moderar el gasto público y mejorar los ingresos tributarios, los espacios del Gobierno son reducido, dado el déficit potencial para el año 2012, que para financiarlo se requeriría de mayor tasa de interés con consecuencias directas sobre el sistema financiero y el crecimiento de la

economía.

6.1. Ejecución Presupuestaria del Gobierno Central

A julio del año 2012 el resultado de la ejecución presupuestaria del Gobierno Central ascendió a 0,55 % del PIB, ratio inferior al registrado en igual periodo del 2011 (1,74 %).

El Resultado Primario, que permite evaluar la sostenibilidad del déficit del sector público, a julio del 2011 fue del 1,89 % del PIB mientras que en el mismo periodo del presente año el mismo alcanzó el 0,68 % del PIB, disminuyendo en 63,04 %, debido principalmente a que los ingresos registraron un incremento del 12,29 % mientras los gastos los gastos registraron un incremento del 30,26 %.

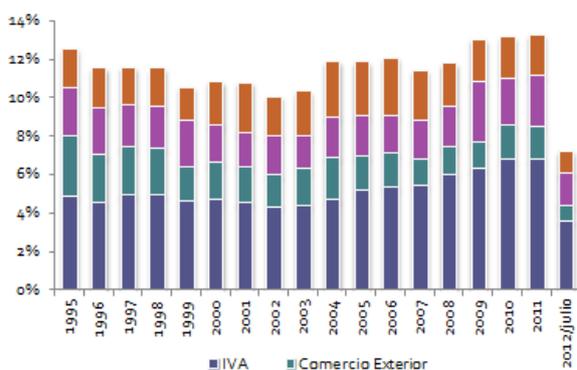
6.2. Ingresos

A julio del año 2012 los Ingresos Corrientes del Gobierno Central ascendieron a 10,54 % del PIB, lo que significó un incremento nominal del 32,98 %, respecto a similar periodo del 2011, en el que alcanzó el 9,61 % del PIB. Los rubros que en mayor medida incidieron en este resultado fueron los Ingresos No Tributarios y en menor medida los Ingresos Tributarios.

Los Ingresos Tributarios que ascienden al 7,22 % del PIB experimentaron un incremento del 6,36 %, debido principalmente a

que el impuesto a la Renta, el Impuesto al Valor Agregado (IVA) y Otros impuestos, registraron incrementos del 12,18 %, 3,07 % y 16,68 %, respectivamente, mientras el Impuesto al Comercio Exterior registro una disminución del 2,61 %.

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, que representan el 3,31 % del PIB, experimentaron un incremento nominal del 32,32 % con relación a los mismos ingresos del 2011 (2,59 % del PIB).

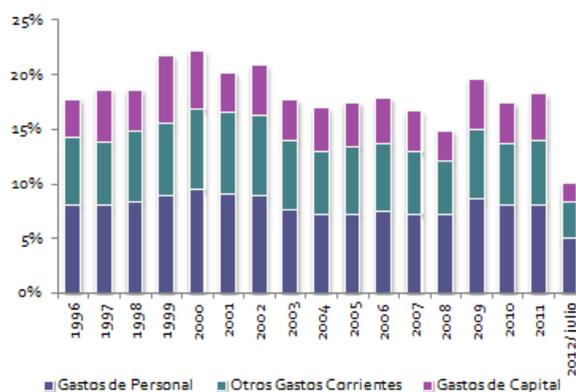
6.3. Gastos

Al mes de julio del año 2012 los Gastos Corrientes que alcanzaron 8,38 % del PIB, registraron un incremento del 28,66 % con respecto al mismo periodo del año anterior que fue del 6,73 % del PIB.

Los Gastos de Capital del Gobierno Central, en el periodo considerado, alcanzaron el 1,74 % del PIB, lo que representa un in-

cremento del 33,08 %. Es importante destacar que la Inversión Pública (1,62 % del PIB) registra un incremento del 46,71 % en comparación a lo registrado para el mismo lapso en el 2011 (1,14 % del PIB).

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



Fuente: Ministerio de Hacienda

6.4. Requerimiento Financiero

La Ejecución Presupuestaria del Gobierno Central correspondiente a julio del año 2012, medido por el lado de su necesidad de financiamiento, arrojó un superávit del 0,55 % del PIB, inferior al resultado positivo obtenido en el mismo periodo del año anterior del 1,74 % del PIB.

A julio del año 2012 el 73,82 % de la inversión pública total estaría financiada con deuda pública, el resto estaría cubierto con recursos ordinarios.

Finalmente, el comportamiento del fisco en los últimos 9 años ha contribuido significativamente con la política monetaria y con la estabilidad macroeconómica del país.

7. Sector Financiero

7.1. Desempeño de las tasas de interés

Al analizar la evolución del promedio de las tasas de interés para los préstamos negociados consensuadamente, es decir, excluyendo el financiamiento a través de las tarjetas de créditos y el de sobregiros en Cta. Cte., se observa que éstas fueron modificándose en la medida en que la política monetaria fue cambiando de perfil. Con una mayor velocidad de ajuste cuando la política monetaria es contractiva y con cierto rezaigo cuando el perfil de política monetaria es expansiva.

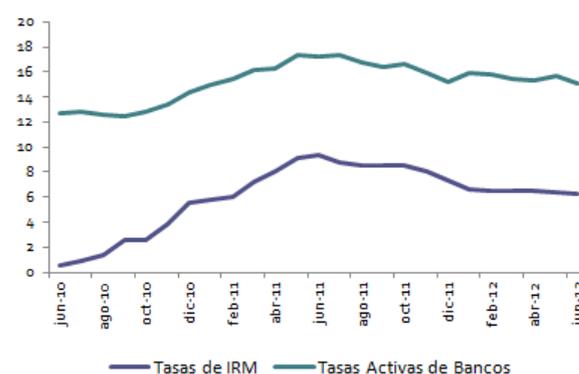
Las tasas de interés para los préstamos comerciales, de desarrollo y de consumo, tuvieron un sostenido aumento en el segundo semestre del año 2010 y el primer semestre del 2011, tendencia revertida en el segundo semestre del año 2011 y primer semestre del año 2012, (salvo el de consumo que sigue ascendente) siguiendo la trayectoria de la TPM, en la medida en que el perfil de la política monetaria se ajusta a las condiciones macroeconómicas de la economía.

Al mes de junio del 2012, las tasas corporativas compuestas por los préstamos para el desarrollo, comerciales, consumo y vivienda presentaron comportamientos contrapuestos. Las tasas para préstamos Comerciales y de Desarrollo, tuvieron disminuciones del 2,17% y 1,88% respectivamente, con relación al término del primer semestre del año 2011, mientras que las de Consumo y Vi-

vienda reflejaron aumentos.

Los préstamos de Consumo tuvieron un constante incremento en el primer semestre del 2012, si bien, la diferencia entre enero y diciembre del 2011 (-0,2%), fue mínima, impulsado por las políticas contractivas adoptadas por el BCP a principios del 2011, interanualmente, el aumento acumulado es de 2,38 a junio de 2012.

Figura 19: Tasa de Interés Activa Bancaria y Tasa IRM

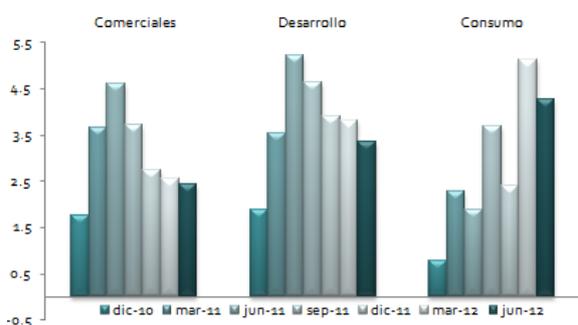


Fuente: Banco Central del Paraguay

Estas oscilaciones de las tasas de interés para los distintos tipos de préstamos negociados en el sistema financiero, refleja el funcionamiento del mecanismo de transmisión de las decisiones de política monetaria (expansivas o contractivas).

Por otra parte, la tasa de interés pasiva promedio ponderada en moneda nacional al término del primer semestre del 2012, registró un nivel de 2,24%, superior en 0,29 p.p. al observado en el mes de junio de 2011.

Figura 20: Variación Porcentual de las Tasas de Interés Activas (09/2012 = 100)



Fuente: Banco Central del Paraguay

Figura 22: Tasas Activas en Moneda Nacional

	Comercial	Desarrollo	Consumo	Vivienda	Sobregiros	Tarjetas de Crédito	Promedio Ponderado
Jun-10	11,84	8,43	22,45	9,46	37,58	42,70	24,78
Sep-10	11,68	7,74	22,38	9,82	41,86	44,91	25,46
Dic-10	13,44	9,64	23,17	12,94	39,32	43,18	27,11
Mar-11	15,34	11,28	24,65	14,35	38,29	43,18	28,45
Jun-11	16,30	12,97	24,27	12,23	40,39	43,34	29,19
Sep-11	15,39	12,38	26,08	18,41	43,38	46,16	29,32
Dic-11	14,42	11,64	24,77	15,44	41,90	45,39	26,92
Mar-12	14,25	11,56	27,51	14,67	42,70	44,70	27,79
May-12	14,74	11,18	26,23	10,94	44,03	48,01	29,19
Jun-12	14,13	11,09	26,65	13,83	42,37	48,67	28,55
Var. Mensual	-0,61	-0,09	0,42	2,89	-1,66	0,66	-0,62
Var. Anual	-2,17	-1,88	2,38	1,60	1,98	5,33	-2,13

Fuente: Banco Central del Paraguay

Este bajo nivel de las tasas de interés pasivas obedece principalmente a la estructura de los depósitos en el sistema financiero, en donde cerca del 66 % de los mismos están a la vista, cuya remuneración es cercana a cero. Asimismo, el sistema financiero dispone de un exceso de liquidez, razón por la cual no tiene la necesidad de captar nuevos fondos para satisfacer la demanda de crédito.

Figura 21: Tasas Pasivas en Moneda Nacional

	Vista	Plazo	CDA	Promedio Ponderado
Jun-10	0,64	2,58	7,89	1,16
Sep-10	0,77	1,18	7,68	1,30
Dic-10	0,53	4,98	8,79	1,20
Mar-11	0,61	2,94	10,76	1,50
Jun-11	0,60	5,71	12,27	1,95
Sep-11	0,69	4,63	11,57	1,91
Dic-11	0,65	5,11	11,49	2,38
Mar-12	0,68	5,41	10,68	1,70
May-12	0,70	4,83	12,26	2,03
Jun-12	0,72	5,04	11,40	2,24
Var. Mensual	0,02	0,21	0,86	0,21
Var. Anual	0,12	-0,67	-0,87	0,29

Fuente: Banco Central del Paraguay

7.2. Morosidad del sistema bancario

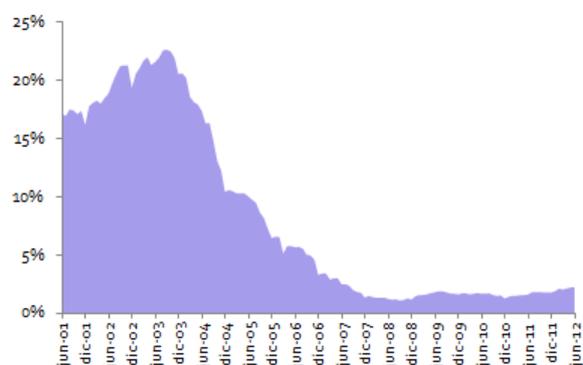
La morosidad del sistema bancario ha sido baja y estable en los últimos años, si bien está registrando una tendencia ascendente, se sitúa en torno al 2,2 % a junio de 2012, con lo que se percibiría un bajo riesgo en el sistema financiero nacional y que el mayor dinamismo del crédito durante el primer semestre del año 2012 no ha implicado un deterioro de la cartera de los bancos, atendiendo a la evolución de la actividad económica estimada para el año en curso.

Si bien, el crecimiento de los créditos morosos ha aumentado a lo largo del año, esto podría estar correlacionado con dificultades por las que atraviesan los sectores productivos del país a causa de la sequía y la fiebre aftosa, lo que genera un menor dinamismo en la economía.

Asimismo, las calificaciones de bancos y financieras por parte de sociedades calificadoras de riesgo vigentes a partir del año

2011 han implicado una mayor confianza dentro del sistema financiero. Esta medida ha logrado mayor transparencia y seguridad sobre la calidad de los instrumentos financieros emitidos así como el nivel de solvencia y liquidez de las instituciones financieras.

Figura 23: Morosidad del Sistema Bancario (%)



Fuente: Banco Central del Paraguay

7.3. Créditos por actividad económica

El Paraguay es un país que basa sus ingresos principalmente en la agricultura y ganadería, esto se ve reflejado en las colocaciones de los créditos por actividad económica, las cuales están distribuidas en promedio de 22 % y 12 % respectivamente, ambas actividades abarcan más del 34 % de las colocaciones totales de las entidades financieras.

Al analizar los créditos destinados a la agricultura, los cuales abarcan varios rubros, se aprecia que el rubro que recibe mayor financiación es el destinado a la soja, en el último semestre el promedio fue cercano a

4,6 billones de guaraníes, lo que representa aproximadamente un 11 % del total de créditos concedidos en el sistema financiero, cabe mencionar que más del 88 % de los créditos de esta actividad son otorgados en moneda extranjera.

Asimismo, la ganadería ha tenido un buen desempeño en los últimos años, sin embargo el brote de fiebre aftosa en el departamento de San Pedro registrado en el segundo semestre del 2011, tuvo como consecuencia una baja en los precios debido a la sobre oferta en el mercado local por la suspensión de las exportaciones derivada del cierre de algunos mercados. Sin embargo, ha mantenido su promedio de créditos en el último semestre el cuál fue cercano al 12 % del total de créditos por actividad económica.

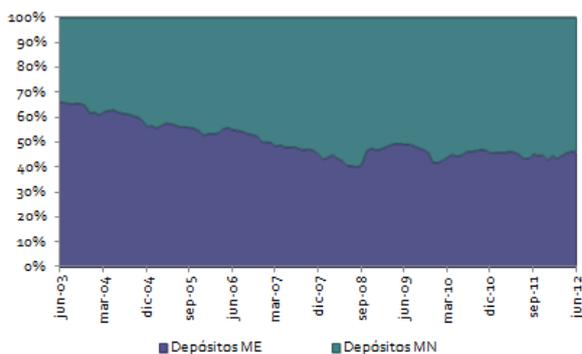
7.4. Dolarización

La dolarización de la economía en el último semestre del año 2011 tuvo un comportamiento decreciente, alcanzando a diciembre un nivel de 39 %. En cambio, en el primer semestre del corriente año se revirtió esta situación con un ligero incremento mensual que a junio del año 2012 representa un 41 %, del total de depósitos del sistema bancario.

Si bien el incremento de la dolarización observada a partir de septiembre de 2008 fue el resultado de la depreciación del tipo de cambio nominal, como producto de la turbulencia financiera internacional, este fenómeno se revierte a fines del año 2011, y

vuelve a incrementarse relativamente en el primer semestre de 2012.

Figura 24: Dolarización (Depósitos en ME y MN)



Fuente: Banco Central del Paraguay

A junio del año 2012, la participación de los depósitos bancarios del sector privado en moneda extranjera representa el 41 % del total de los depósitos; 18,5 puntos porcentuales inferior a lo registrado en diciembre del año 2003. Esta diferencia puede ser explicada por la confianza que ha ganado el guaraní frente al dólar en este tiempo, debido a la incertidumbre e inestabilidad de los mercados financieros internacionales.

Similar proceso de reversión de la dolarización se verificó en la cartera crediticia bancaria, donde la proporción de los créditos en moneda extranjera respecto del total es de 43 %, para el mismo periodo de análisis.

8. Política Monetaria

La literatura económica coincide en que el Banco Central debe dirigir sus acciones para lograr la estabilidad de precios, dado que esto constituye el mejor legado que la política monetaria puede ofrecer a la sociedad, en el sentido de propiciar un ambiente macroeconómico, en el cual los distintos mercados puedan funcionar eficientemente, generando mayor producción y empleo.

La constante preocupación del Banco Central del Paraguay (BCP) de mantener una inflación baja y estable le ha motivado a adoptar el Esquema de Metas de Inflación (EMI). Así desde el año 2011, el BCP inició un proceso para lograr una transición gradual desde metas monetarias hacia un EMI. Esta estrategia de política monetaria tiene una meta para la tasa de inflación, teniendo en cuenta un horizonte de política monetaria para el cumplimiento de dicha meta. Este esquema, se hace operativo por medio de una meta de inflación cuantitativa y explícita (5%), buscando que la inflación observada se sitúe en torno a la misma.

El compromiso del Banco Central con una meta de inflación ayuda a enviar señales claras a los mercados, que minimice la incertidumbre y suavice las expectativas de inflación de los agentes económicos, convirtiendo esta última en un ancla nominal de la política monetaria. Este escenario, provee un clima favorable para obtener mayores niveles de inversión, productividad y profundización financiera. Por todo ello, existe a nivel internacional consenso que la

mejor contribución que la política monetaria puede hacer a la sociedad es el mantenimiento de una inflación baja y estable.

La efectividad del esquema de Metas de Inflación se fundamenta en cuatro pilares fundamentales, ellos son: i) implementar un régimen de flexibilidad cambiaria, que ayude a establecer una política monetaria independiente; ii) como instrumento, se debe contar con una tasa de interés que permita señalar la postura de la política monetaria; iii) independencia instrumental, que permita que el Banco Central determine las herramientas necesarias para que la política monetaria sea efectiva en la lucha contra la inflación y iv) Mecanismo de transparencia y rendición de cuenta a la sociedad.

El Banco Central del Paraguay (BCP) a fin de guiar la tasa interbancaria a su tasa objetivo de referencia (LRM-14 días), realiza proyección de liquidez sobre el saldo global de las cuentas corrientes del sistema bancario en el BCP. En base a estas proyecciones, el BCP obtiene el dato si el sistema, en forma agregada, estará sobre líquido o tendrá un déficit de liquidez. Así, el resultado de un excedente de liquidez (déficit) hará bajar (subir) la tasa interbancaria, por lo cual el BCP extrae (inyecta) liquidez del sistema financiero con el objetivo de alinear la tasa interbancaria a su tasa objetivo (LRM-14 días).

Para realizar estas operaciones de sintonía fina (fine tuning), el BCP realiza subastas para la contracción o inyección de liquidez.

Para el primer caso realiza subastas de depósitos a un día (Call Pasivo BCP) y para el segundo caso realiza Reporto a un día (Call Activo BCP). Considerando la situación actual de sobre liquidez del mercado, la Gerencia de Mercado realizó el primer call pasivo desde finales del primer semestre del presente año.

Cuando el Banco Central del Paraguay observa presiones inflacionarias relevantes en el horizonte de política monetaria, reacciona incrementando la tasa de interés de política monetaria (LRM-14días) para reducir la liquidez y promover el aumento de tasas de interés de mediano y largo plazo para incidir en la demanda interna de la economía y, por el contrario, cuando observa presiones deflacionarias relevantes, reduce el nivel de la tasa de política monetaria y la mantiene sin cambio alguno cuando considera que la proyección de la inflación es consistente con el logro de la meta de inflación en el horizonte de política monetaria.

A partir de la decisión del Directorio del BCP de migrar a un esquema de política monetaria de “Metas de Inflación”, se han implementado una serie de medidas a fin de profundizar el mercado de dinero y dotar de nuevos instrumentos de política monetaria. En este sentido, se hizo operativa la ventanilla de liquidez permanente denominado FLIR, a fin de que el sistema financiero ten-

ga la certeza de conseguir liquidez en caso de no obtenerla en el mercado.

Asimismo, con el objetivo de posibilitar la participación de una mayor cantidad de entidades en el mercado interbancario se hizo operativo el instrumento denominado Ventanilla de Liquidez Interbancaria (VLI) que de alguna manera ayudara a dinamizar y eliminar o reducir la segmentación en el mercado de dinero, dado que la segmentación implica que solamente ciertas entidades tengan acceso al call interbancario a través de líneas de crédito abiertas, caso contrario, las mismas no podrían obtener liquidez a través de este mecanismo.

Otras de las importantes medidas adoptadas por el BCP, a través de la Gerencia de Mercado, fue la desmaterialización completa de las Letras de Regulación Monetaria (LRM), lo que ha posibilitado cortes de menor porte. Esto permite que las demandas de liquidez a través del Repo (VLI) se ajuste a las necesidades del sistema financiero. Además, todas las colocaciones de largo plazo de las LRM se realizan por vencimiento, facilitando la negociación de las mismas entre sí, obteniéndose un mayor volumen por vencimientos similares. Este esquema permite a los poseedores de títulos tener una valoración más precisa y oportuna de los instrumentos, posibilitando su negociación entre entidades del sistema financiero.

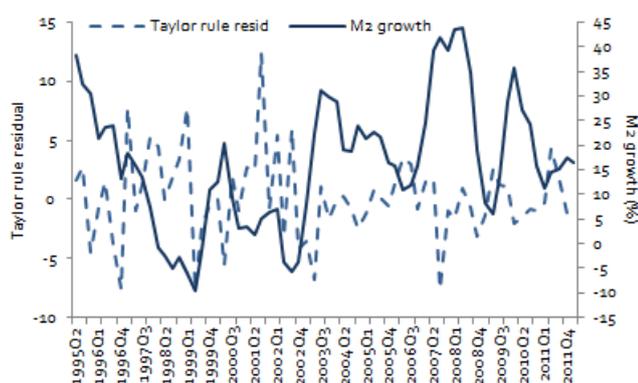
Medición de Liquidez y Respuesta Óptima de la Política Monetaria en un Mercado Financiero en Desarrollo: Caso Paraguayo*

Este trabajo de investigación explica la relación existente entre las decisiones de la política monetaria y los indicadores de liquidez. Para ello se estima una regla tipo Taylor y se relaciona los desvíos transitorios de esta regla con el indicador de liquidez M2 (dinero en sentido amplio). Los resultados demuestran que la liquidez en la economía Paraguaya está relacionada con cuan expansiva o contractiva es la posición de la política monetaria en relación a la Regla de Taylor. Los datos históricos demuestran que una alta (baja) liquidez en el sistema financiero está correlacionada con residuos de Taylor negativos (positivos).

Para obtener los resultados mencionados, se estimó una regla de Taylor del tipo:

$$INTR = 0.79 * INTR(-1) + 0.23 * INFL + 0.34 * YGAP + 0.05 * ZI + \text{Residuo de la Regla de Taylor}$$

Donde, *INTR* corresponde a la tasa nominal de interés de los Instrumentos de Regulación Monetaria de 14 días; *INFL* es la variación trimestral anualizada del Índice de Precios al Consumidor; *YGAP* definido como la diferencia entre el producto observado y su tendencia de largo plazo; y *ZI* es la variación trimestral anualizada del índice del Tipo de Cambio Real Bilateral con el Dólar americano.



Fuente: Cálculo de los autores con datos del BCP

Los resultados obtenidos para el caso paraguayo demuestran que la tasa de crecimiento del M2 está estrechamente vinculada con una política monetaria expansiva o contractiva que es conducida bajo una Regla de Taylor. Así, cuando la política monetaria es

”expansiva”, en el sentido de que la tasa de interés de política del BCP es menor que la tasa implícita en la Regla de Taylor (por tanto se tiene un residuo de Taylor negativo), hay un rápido crecimiento en el M2 (medida de liquidez adoptada) con respecto a su media. Por el contrario, cuando la política monetaria es ”contractiva” (residuo de Taylor positivo), la tasa de interés de política es superior a la tasa implícita en la Regla de Taylor, hay un crecimiento mucho menor en el M2, incluso con tasas de crecimiento negativo según se observa en el gráfico anterior.

Como lo establecen Adrian y Shin (2008), se puede interpretar al valor estimado de la tasa de interés de política de la ecuación (1) como la Regla en la que se basa la política monetaria y el residuo de la regresión estimada como una política monetaria discrecional. Así tenemos que un residuo positivo indica una política monetaria restrictiva con respecto a la Regla, mientras que un residuo negativo indica que la política es expansiva. El R² de la ecuación (1) de 78 % indica que un poco más de tres cuartos de la variación de la política monetaria es seguida por una Regla del tipo Taylor, mientras que poco menos de un cuarto de la variación es discrecional.

Estimación de la Regla de Taylor

1995 Q2 to 2012 Q1

Var. Dep:	Tasa de Política Monetaria	
Tasa de política Monetaria (-1)	0.79	
	(0.05)**	
	[15.31]**	
IPC (variación % anual)	0.23	
	(0.06)**	
	[3.60]**	
Brecha del Producto	0.34	
	(0.18)*	
	[1.85]*	
TCR Bilateral (variación % anual)	0.05	
	(0.03)*	
	[1.85]*	
R-cuadrado:	0.78	

Notas:

** estadísticamente significativo al 5%.

* estadísticamente significativo al 10%.

Errores estándar en paréntesis y estadísticos t en corchetes.

Fuente: Cálculo de los autores con datos del BCP

Los resultados obtenidos indican una clara relación de que la posición de la política monetaria llevada a cabo en Paraguay ha explicado las condiciones de liquidez, tal como lo han demostrado Adrian y Song Shin (2008), para el caso de Estados Unidos. Este resultado es coherente con la migración hacia el enfoque de metas de inflación implícita implementada por el Banco Central del Paraguay desde el 2004, año a partir

del cual se puede observar una correlación más fuerte entre la política monetaria y nuestra medida de liquidez del sistema financiero.

Asimismo, el análisis realizado destaca la importancia de la conducción de la política monetaria por parte de la autoridad monetaria, de modo que las decisiones discrecionales podrían tener efectos de corto plazo en el sector real de la economía.

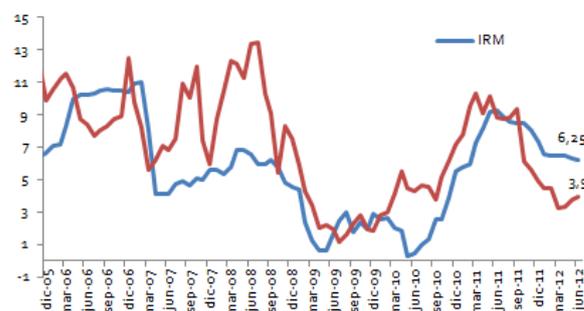
Finalmente, se debe remarcar la importancia de los resultados de esta investigación, los cuales muestran que a medida que el Residuo de Taylor es mayor (ya sea positiva o negativa), la liquidez del sistema sobre-reaccionará alejándose de su media. Por tanto, la Regla de Taylor puede ser un instrumento útil para la proyección de la liquidez del sistema.

*Versión completa del trabajo de investigación en: http://www.bcp.gov.py/attachments/article/157/The_measurement_of_liquidity_and_optimal_monetary_policy_quereemplaza280812.pdf

8.1. Implementación de la Política Monetaria

La inflación se mantuvo por debajo del centro del rango meta durante todo el primer semestre del año 2012, incluso situándose cercano al límite inferior de la meta de 5% +/- 2,5%, aprobado por el programa monetario bajo el esquema de metas de inflación de 2012. En este escenario, y ante la perspectiva de una desaceleración de la economía, el Directorio del BCP redujo la tasa de interés de política monetaria en dos ocasiones (enero y mayo) durante el primer semestre. Así la Tasa de Política Monetaria (TPM) al mes de junio fue de 6,25% y cambios futuros de la misma dependerán de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas para la inflación.

Figura 25: Tasa de Política Monetaria e Inflación (%)



Fuente: Banco Central del Paraguay

8.2. Instrumentos de Regulación Monetaria

El cambio en el perfil de la política monetaria aplicada por el BCP a partir del segundo semestre del 2011 continuó en la misma senda en el primer semestre del 2012, atendiendo a las proyecciones de inflación y el desarrollo de la actividad económica para el 2012, esta última afectada por shocks negativos en la producción como la sequía y el

brote de fiebre aftosa.

De manera a crear un ambiente mas propicio, atendiendo a la coyuntura económica, la Tasa de Política Monetaria (TPM) de 14 días se redujo en dos oportunidades durante el primer semestre, 75 puntos básicos en enero y 25 puntos básicos en mayo, con lo que la a junio de 2012 la TPM fue de 6,25 %.

Una mirada a profundidad del primer semestre aportará mayor luz sobre el comportamiento de la TPM. En ese sentido, en enero de 2012 se produjo la primera reducción en 75 puntos básicos, desde 7,25 % a 6,50 %, considerando que la incertidumbre sobre los problemas en la economía europea no se disipaban, lo que junto a un menor dinamismo en el mercado interno como consecuencia de la pérdida del status sanitario y de la sequía, terminaron por desacelerar el crecimiento de la economía paraguaya. Por tanto, ante estos acontecimientos y sumado a que la inflación se situó dentro del rango meta en el 2011, las proyecciones de la inflación permanecen dentro del rango meta, la autoridad monetaria decidió crear las condiciones para incentivar la demanda interna, reduciendo la TPM.

Entre los meses de febrero y abril, la TPM no se modificó debido a que no hubo mayores cambios en las condiciones internas y externas en relación a la economía nacional. La incertidumbre en la región europea siguió alta, los países desarrollados mantenían bajas expectativas de crecimiento y un alto desempleo, donde la excepción era la economía china que mostraba buenas ex-

pectativas de crecimiento económico con lo que la demanda de alimentos seguiría por buena senda, beneficiando a los países exportadores de alimentos y commodities como Paraguay. Durante esos meses, los precios de los commodities se mantuvieron altos gracias a la dinámica de la economía china y la reducción de la oferta sudamericana de materias primas.

A nivel interno, la inflación permanecía controlada dentro del rango meta, más cercana al límite inferior de 2,5 %, por lo que el nivel de precios interno no era una preocupación en ese periodo de tiempo. La preocupación mayor era la desaceleración del ritmo de crecimiento económico, ya que las cuentas trimestrales mostraban que la sequía y la pérdida del status sanitario por el brote de la fiebre aftosa tenían sus efectos en el sector real de la economía. Así, la tasa de crecimiento del PIB del primer trimestre de 2012 se situó en -2,6 %, mostrando que los factores climáticos y del sector ganadero han repercutido fuertemente en el desempeño de la economía paraguaya.

Dada esta desaceleración en la economía nacional y considerando que la inflación observada y esperada se mantenían controladas dentro del rango meta, la autoridad monetaria decidió reducir en 25 puntos básicos la TPM en mayo último, situándola en 6,25 %, nivel con que culmina el primer semestre del 2012.

Así, la posición de la política monetaria en el primer semestre fue, en general, de carácter expansiva debido a la retracción en el crecimiento económico, por lo que la auto-

riedad monetaria aplicó una política contracíclica a fin de mitigar los posibles efectos nocivos que pudieren afectar el bienestar de los agentes económicos.

El desempeño de la curva de tasas de los IRM en el primer semestre del 2012 fue desde una curva con pendiente negativa (expectativa de inflación a la baja en el futuro) desde enero a mayo, para luego cambiar, al final del semestre, a una curva sin pendiente, situación que podemos interpretar como un anclaje de las expectativas de inflación hacia el futuro por parte del mercado.

Figura 26: Instrumentos de Regulación Monetaria (Promedio ponderado, %)

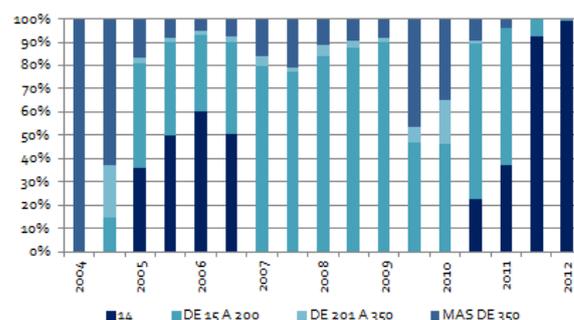


Fuente: Banco Central del Paraguay

El saldo de IRM aumentó durante el primer semestre del año aun cuando la política monetaria tomaba un posicionamiento más expansivo en el mismo periodo de tiempo. Así, el saldo pasó de 4,2 billones en diciembre de 2011 a Gs. 4,6 billones al cierre del primer semestre. En ese sentido, el 99% de las colocaciones de IRM se concentró a 14 días, ya que la TPM que fija el Banco Central es la de este plazo, por lo que las decisiones de control de liquidez de corto plazo son operativizadas mediante la modificación de esta tasa.

En el gráfico siguiente se observa la evolución en el perfil de las colocaciones de IRM por plazo.

Figura 27: Evolución del Perfil de las Colocaciones según Plazos (Días)



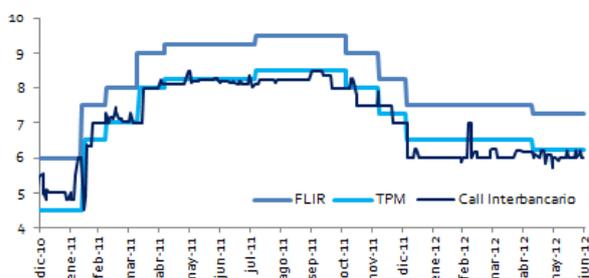
Fuente: Banco Central del Paraguay

8.3. Corredor de tasas de interés

El BCP, dentro de su proceso de migración hacia el esquema de metas de inflación, ha configurado el corredor de tasas de interés donde la TPM es la tasa de interés de los IRM a 14 días y la tasa de facilidad de crédito la constituye la tasa FLIR (Facilidad de Liquidez de Corto Plazo con Reporto de Letras de Regulación Monetaria).

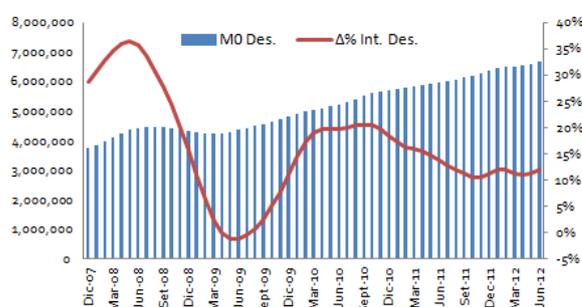
Como se observa en el gráfico a continuación, a lo largo del primer semestre de 2012 la tasa interbancaria se ha mantenido en torno a la TPM, y particularmente la brecha se reduce a partir de mayo, con lo que podemos inferir que de enero a abril existía un exceso de liquidez por lo que la tasa interbancaria se encontraba muy por debajo de la TPM.

Figura 28: Corredor de Tasas de Interés (%)



Fuente: Banco Central del Paraguay

Figura 29: M0 Desestacionalizado y Variación Interanual (Mill. de Gs.)



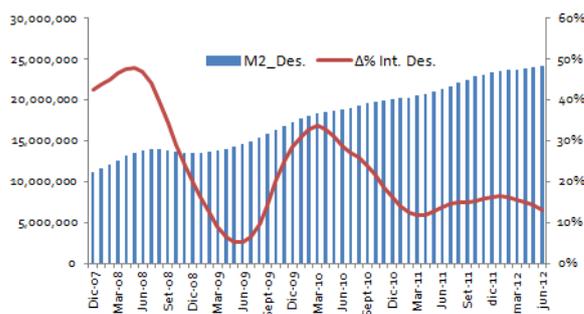
Fuente: Banco Central del Paraguay

8.4. Dinero primario y liquidez

Durante el primer semestre del año ha aumentado levemente el ritmo de crecimiento de la liquidez primaria, lo cual responde al carácter expansivo que tuvo la política monetaria en este periodo de tiempo. En términos interanuales, el crecimiento de la liquidez primaria fue del 11,6% en promedio durante el primer semestre, esta cifra es similar al 11,4% registrado durante el segundo semestre del año 2011, y más acorde a las necesidades de liquidez de la economía considerando el potencial de crecimiento y el objetivo inflacionario.

La expansión de la cantidad de dinero a lo largo del primer semestre ha sido por el lado de los Activos Externos Netos (AEN), el Crédito Neto al Sector Público (CNSP) y las colocaciones de IRM. Por el lado de los AEN, la expansión se dio por las compras de RIN realizadas por el BCP. En relación al CNSP no financiero la expansión vino por el lado del gasto público, especialmente en lo concerniente a los gastos rígidos.

Figura 30: Liquidez Total Desestacionalizada y Variación Interanual (Mill. de Gs.)



Fuente: Banco Central del Paraguay

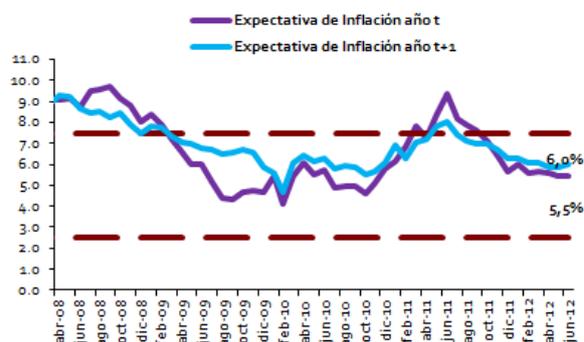
8.5. Expectativas de variables económicas

De acuerdo a la encuesta de Expectativa de Variables Económicas (EVE) que el BCP realiza mensualmente, se observó que las expectativas de los agentes económicos en relación a la inflación se ajustaron gradualmente a la baja hasta mayo de 2012. Así, luego de cerrar el 2011 con expectativas de inflación del 6,3% para el año 2012, este valor fue disminuyendo paulatinamente hasta llegar al nivel de 5,4% en mayo pasado, terminando el semestre con expectativas de

5,5%. En cuanto a las expectativas para 2013, la misma disminuyó desde 6,3% en enero a 5,8% en mayo último, para culminar el semestre en una tasa de 6,0%.

Esta reducción en las expectativas inflacionarias de los agentes económicos durante el primer semestre del corriente año, refleja la confianza de los mismos en el compromiso del BCP con la meta de inflación establecida, lo cual se refleja en las decisiones adoptadas y en los comunicados de política monetaria emitidos por el BCP de modo a mantener la inflación dentro del rango meta.

Figura 31: Expectativas de Inflación (%)

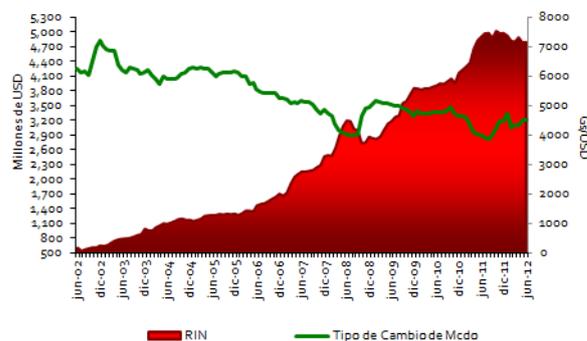


Fuente: Banco Central del Paraguay

8.6. Reservas Internacionales

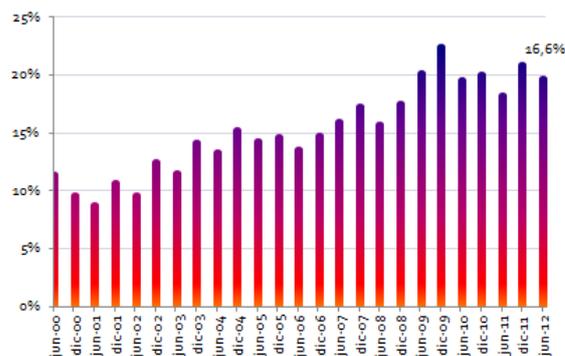
Los Bancos Centrales tratan de mantener niveles elevados de reservas para que éstas puedan constituir un indicador de fortaleza de la divisa de un país, dejando garantizado el apoyo a la moneda local. Las reservas indican en que magnitud será capaz un país de reaccionar y absorber determinados choques externos o ataques especulativos en contra de su moneda.

Figura 32: Reservas Internacionales Netas (RIN)



Fuente: Banco Central del Paraguay

Figura 33: RIN (% del PIB)



Fuente: Banco Central del Paraguay

El nivel de Reservas Internacionales Netas al cierre del primer semestre se situó en USD 4.800 millones. En términos de variaciones de las RIN, observamos que la variación interanual fue de -2,19%, la acumulada de -3,68%, y la mensual de 0,16%, situación que se debe en gran proporción al cumplimiento de obligaciones con el exterior y las operaciones de acumulación/desacumulación de RIN por el BCP. Con esto, el nivel de RIN representó el 16,6% del Producto Interno Bruto (PIB) al cierre del primer semestre de 2012.

8.7. Tipo de Cambio Real Efectivo (TCRe)⁴

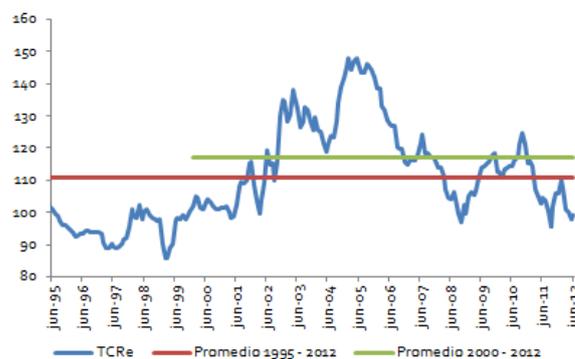
El tipo de cambio efectivo real se apreció en casi todo el primer semestre del 2012, experimentando un cambio en la trayectoria inicial en el sexto mes del año, registrándose una depreciación de 1,27%. Estos cinco meses iniciales del año dejan observar un quiebre en el lineamiento mantenido en los últimos meses del 2011 (depreciación), pero cabe mencionar que lo registrado en el mes de junio hace suponer que se reencausará la desviación, lo que ayudará a la sostenibilidad de la Balanza de Pagos, asegurando competitividad de los productos nacionales en los mercados internacionales.

Como se observa en el gráfico, el TCRe acelera su apreciación interanual en todo el periodo de análisis llegando a junio con una apreciación interanual de 5,12% y la apreciación acumulada fue de 6,33%. La apreciación del tipo de cambio está relacionada al ingreso de divisas por binacionales y las exportaciones, sostenido por los buenos precios internacionales principalmente de la soja, que junto a la desaceleración de las importaciones debido al enfriamiento de la economía⁵ terminaron por apreciar el guaraní.

⁴El tipo de cambio real (TCR) indica el número de bienes domésticos que se pueden intercambiar por bienes extranjeros (expresados en una moneda común), es decir el TCR es un precio relativo. El tipo de cambio real efectivo es un promedio de los tipos de cambio reales bilaterales entre el país y cada uno de sus socios comerciales, teniendo en cuenta la proporción de estos socios en la balanza de comercial.

⁵La retracción del crecimiento económico para el 2012 está estimada en 1,5%.

Figura 34: Índice del Tipo de Cambio Real



Fuente: Banco Central del Paraguay

Al término del primer semestre, la depreciación cobró fuerza nuevamente debido a la inestabilidad que presentó la Zona Euro en su conjunto, lo que obligó a los inversionistas a abandonar sus posiciones en la moneda comunitaria y volver a posicionar sus tenencias en otras monedas como el dólar. Se espera que este comportamiento continúe, alineando el TCRe en los próximos meses hacia su media histórica. El TCRe, si lo comparamos con los periodos comprendidos entre 1995-2011 y 2000-2011, continúa reflejando una fuerte apreciación de 10,62% y 15,28% respectivamente.

8.8. Tipo de Cambio Nominal y Compras netas de divisas del Sector Privado

El tipo de cambio nominal fluctuó con fuerza de enero a junio y su comportamiento es un tanto más errático en comparación

al primer semestre de 2011 donde se reflejaba una conducta más previsible hacia la apreciación en los primeros meses del año, hasta el mes de setiembre cuando cambió de dirección para cerrar el año con una depreciación. Así, es difícil ver la tendencia que seguirá el tipo de cambio en los próximos meses del 2012, aunque se espera que las oscilaciones no sean bruscas.

Figura 35: Tipo de Cambio Nominal y Compras Netas de Divisas a Bancos Privados

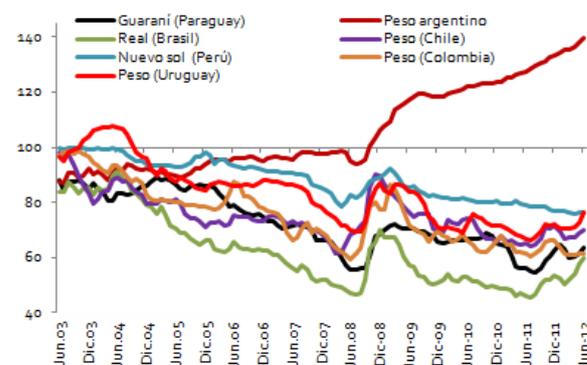


Fuente: Banco Central del Paraguay

La senda que seguirá el tipo de cambio es difícil de predecir utilizando modelos estadísticos. Así, a la hora de analizar los movimientos del tipo de cambio se deben considerar el fuerte factor de incertidumbre que hace difícil la previsibilidad de esta variable debido a que la economía a diferencia del año 2011, ya en el primer trimestre presentaba una caída de -2,6%, ralentizando el consumo y reduciendo las importaciones. Las remesas familiares, a pesar del período

difícil que atraviesan algunas economías receptoras de inmigrantes paraguayos, han permanecido estables durante el primer semestre del año en curso. Así, en los dos últimos meses, el tipo de cambio Gs/US\$ se depreció⁶, y en junio cerró con variaciones mensual, interanual y acumulada de 0,40%, 13,24% y 1,03%, respectivamente.

Figura 36: Índice de Tipo de Cambio - Principales Países de la Región



Fuente: Banco Central del Paraguay

Durante el primer semestre, para suavizar las oscilaciones del tipo de cambio, el BCP desacumuló RIN por un total de USD 538,8 millones, con el sistema financiero.

En cuanto a las principales monedas de la región, a partir del segundo trimestre, todas las canastas de monedas siguieron la misma tendencia a la depreciación. La crisis en la Unión Europea benefició y afirmó de nuevo el posicionamiento del dólar como moneda fuerte, y refugio a nivel internacional.

⁶Este fenómeno no es aislado ya que la mayoría de las monedas en el mundo se depreciaron en ese mismo periodo.