

I-2013

Informe de Política Monetaria

Banco Central del Paraguay



Prólogo

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. Por este mandato legal, el Banco Central del Paraguay (BCP) es la autoridad económica en el país encargada de diseñar la política monetaria.

En esta discusión, el BCP instrumenta la política monetaria en dos frentes para el cumplimiento de sus objetivos: la primera, controlando la tasa de interés, o el costo del dinero, en una perspectiva de corto plazo; y la segunda, controlando la oferta o la disponibilidad monetaria, con visión de mediano plazo. Ambos propósitos conforma las estrategia que tiene como propósito influir en el desempeño de un conjunto de variables intermedias, que ejerzan 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 esquema, los múltiples choques que afectaron a la economía en el pasado, han generado inestabilidad en la demanda de dinero y afectando con ello un prerrequi-

sito 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, en la poca profundidad del mercado de dinero, así como el nulo desarrollo del mercado secundario de títulos públicos. Todo ello dificultaba enormemente al BCP adoptar en el pasado otro esquema de política monetaria.

El 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 lo adoptaron. Basado en la experiencia exitosa de esos países, el Directorio del BCP ha anunciado el inicio del proceso de migración hacia este esquema de política monetaria.

La Ley 489/95 que otorga la autarquía administrativa y patrimonial, y autonomía normativa a la banca central, facilita la aplicación de este nuevo esquema. Además, 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 alcanzar este propósito, el BCP viene realizando avances que facilitarán la adopción plena del nuevo enfoque. Del mismo modo, y tras un diagnóstico de las principales debilidades y fortalezas para su implementación, se llevarán a cabo una serie de

actividades tendientes a generar las condiciones apropiadas para su plena adopción.

Conforme al proceso iniciado, en primer lugar, se está implementando 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 Prensa de la Reunión de Política Monetaria,” en la que se exponen los temas analizados y los antecedentes considerados para la toma de decisiones.

Y en cuarto lugar, se ha establecido elaborar un Informe de Política Monetaria, que se publica con frecuencia semestral.

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

Todo lo expresado apunta a una optimización de la política monetaria, donde el BCP, para asegurar el éxito, se apoya en técnicas modernas de gestión como: a) mejoras en la comunicación institucional; b) fortalecimiento de las capacidades técnicas de las áreas involucradas; c) adecuación a las disposiciones normativas para el mercado financiero y monetario; y d) está procediendo a la modernización legal y tecnológica del sistema de pagos.

Directorio del Banco Central del Paraguay

BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY

CALENDARIO DE PUBLICACIONES Y EVENTOS DEL BCP

2013/2014

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

(1) Corresponde al mes inmediato anterior.

(2) Corresponde al trimestre anterior.

(3) Corresponde al semestre anterior.

(*) Comité Ejecutivo de Operaciones de Mercado Abierto.

Índice

1. Indicadores Económicos Seleccionados	7
2. Perspectivas de la Inflación	9
2.1. Escenario Base de Proyección	9
2.2. Proyecciones de la Inflación y Balance de Riesgos	10
3. Inflación	12
3.1. Empleo y Salarios	15
3.2. Mercado de Divisas	16
4. Entorno Internacional y Regional	21
4.1. Crecimiento Económico Mundial	21
4.2. Inflación Mundial	22
4.3. Precio Mundial de Commodities	23
4.4. Medidas de Política Económica Aplicadas	24
5. Sector Externo	27
5.1. Comportamiento de la Balanza de Pagos	27
5.2. Términos de Intercambio	29
5.3. Tipo de Cambio Real Efectivo	29
5.4. Cuenta Financiera y de Capital	29
6. Finanzas Públicas	32
6.1. Ejecución Presupuestaria del Gobierno Central	32
6.2. Ingresos	32
6.3. Gastos	33
6.4. Requerimiento Financiero	33
6.5. Saldo Fiscal y Perspectivas 2013	34

7. Demanda y Actividad	35
7.1. Perspectivas del Producto Interno Bruto	35
7.2. Contexto Doméstico por el lado de la Oferta	35
7.3. Contexto Doméstico por el lado de la Demanda	36
7.4. Balance de Oferta y Demanda Agregadas - Saldo de Cuenta Corriente . . .	37
8. Política Monetaria	39
8.1. Orientación Actual e Implementación de la Política Monetaria	42
8.2. Implementación de la Política Monetaria	43
8.3. Instrumentos de Regulación Monetaria	43
8.4. Corredor de Tasas de Interés	45
8.5. Condiciones Crediticias	45
8.6. Dinero Primario y Liquidez	46
8.7. Expectativas de Variables Económicas	47
8.8. Reservas Internacionales	47
8.9. Tipo de Cambio Nominal y Compras Netas de Divisas del Sector Privado .	48

Resumen

“El Fondo Monetario Internacional redujo las expectativas de crecimiento mundial de 3,5% a 3,1% para el 2013. Esta reducción en las perspectivas de crecimiento se da en mayor medida en las economías en desarrollo, aún así, las mismas seguirán creciendo a un ritmo mayor que las economías avanzadas.

La reducción en las proyecciones se produce por la caída de la demanda interna en los países emergentes y la recesión en la zona euro. De acuerdo a la misma fuente, el mayor riesgo a la baja en las economías emergentes es la posibilidad del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos que podría provocar un retorno de capitales y un endurecimiento de las condiciones crediticias en el resto de los países.

En América Latina y el Caribe se observa un deterioro en las expectativas de crecimiento. Para finales de 2013 se proyecta un crecimiento de 3,0% y para el 2014 de 3,4%. El deterioro se produce en un contexto de reducción de demanda interna y un menor estímulo externo. En Brasil, se produjo un debilitamiento de la producción industrial, mientras que el incremento de la tasa de política monetaria, ante la subida de las perspectivas de inflación, podría disminuir el consumo doméstico. En México, también se produjo un deterioro en las expectativas de los consumidores y empresas, debido al menor dinamismo de las exportaciones.

A nivel doméstico, el Producto Interno

Bruto del año 2013, en su segunda revisión, presenta una tasa positiva del 13%, 2,5 puntos porcentuales por encima de la tasa estimada en diciembre del 2012 y que fuera del 10,5%.

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

Por el lado del gasto, el aumento del PIB en una tasa del 13% estaría motivado, principalmente, por la demanda externa. El mayor componente del gasto, en términos de estructura, el consumo privado, verificaría una ostensible recuperación. Por otra parte, se registraría un importante aumento en la formación bruta de capital, explicada, en parte, por el incremento de la inversión extranjera debido al “efecto imán” que siguen ejerciendo las inmejorables condiciones económicas en que se encuentra el país.

Se espera para lo que resta del 2013, una Balanza de Pagos con saldo positivo la cual refleja un incremento de los activos de reservas. De esta manera se estima el ratio de Reservas con respecto al PIB cercano al 20,1%, y alcanza para cubrir 8,7 meses de la importación promedio de bienes.

Con respecto a la inflación total, esta se

ubicó en términos interanuales en una tasa del 1,7%, por debajo de la meta referencial de inflación de mediano y largo plazo del 5%. La inflación subyacente interanual, por su parte, observó una tasa del 2,1% en el mismo período, también por debajo de la meta referencial de inflación. La baja presión inflacionaria estuvo estrechamente correlacionada con la evolución de los precios de los alimentos, de los bienes y servicios relacionados al petróleo y de los bienes duraderos.

Dado el escenario inflacionario favorable y la recuperación de la economía observada al primer trimestre por encima de su potencial, el Directorio del BCP decidió mantener invariable la tasa de interés de política monetaria en los últimos diez meses (a partir de agosto del año 2012). Así, la Tasa de Política Monetaria al término del primer semestre fue de 5,5%.

De acuerdo a la encuesta de Expectativas de Variables Económicas que el BCP realiza mensualmente, se observa que las expectativas de inflación para el año 2013 se redujeron desde el inicio del año para que al final del primer semestre de 2013 se situen en 4,6%, en términos interanuales. En lo que se refiere a las expectativas de inflación para el año 2014, la misma disminuyeron desde 5,6% en enero a 5,4% en junio del 2013, con lo que las expectativas se en-

cuentran alineadas a la meta de inflación (5%).

El índice de Tipo de Cambio Efectivo Real experimentó en junio una depreciación de 0,5%, con respecto al mes anterior. En términos interanuales y acumulados se ha registrado una apreciación de 5,7% y 0,7% respectivamente, con respecto a la canasta de monedas de los principales socios comerciales. Durante el 2013 se viene registrando una tendencia de reducción de la apreciación real de la moneda nacional con respecto a las principales divisas de la canasta de monedas del comercio exterior paraguayo. Se estima el mantenimiento de la apreciación real de la moneda nacional para el 2013, considerando las estimaciones de comercio exterior y la afluencia de capitales externos.

En este espectro económico, se reducen las proyecciones de inflación para el cierre del 2013 con respecto a las proyecciones en el primer informe monetario del año (4,2%) al 3,8%, en términos interanuales para la inflación total, esperándose una leve reversión de esta desaceleración de precios para el año 2014. Asimismo, aún con la disminución del pronóstico de la inflación para el año, continua un sesgo importante de que la inflación se ubique por debajo del valor modal (3,54%) de esta proyección para el cierre de 2013.”

1. Indicadores Económicos Seleccionados

	Proyecciones				
	(Cambio porcentual anual, a menos que se indique lo contrario)				
	2010	2011	2012	2013	2014
Ingreso y Precios					
PIB Real	13,1	4,3	-1,2	13,0	5,2
PIB Nominal	20,0	14,6	3,3	17,3	10,5
PIB Per-cápita (USD Corrientes)	23,4	27,7	-3,4	15,9	3,0
IPC (Fin de Periodo)	7,2	4,9	4,0	3,8	5,0
PIB por componentes del gasto - A precios de 1994					
Consumo Total	13,5	8,2	3,1	7,9	5,1
Consumo Privado	13,7	8,6	1,0	7,5	4,9
Consumo Público	12,0	5,3	21,0	11,0	6,5
Inversión Bruta Interna	22,7	10,8	-7,5	19,2	11,5
Formación Bruta de Capital Fijo	21,7	11,0	-7,7	18,0	12,0
Sector Monetario					
Base Monetaria	1,1	12,9	17,2	10,0	11,0
M2	15,7	17,5	12,5	19,0	14,0
Crédito al Sector Privado	42,5	24,8	12,6	16,8	14,5
Depósitos Bancarios	22,7	13,9	12,2	15,6	15,1
Sector Externo*					
Exportaciones (fob)	35,0	20,6	-4,8	22,1	4,7
Importaciones (cif)	45,4	22,4	-5,3	18,6	6,8
Términos de Intercambio	4,1	17,4	-7,2	14,8	0,0
Sector Público - Administración Central					
Ingresos	17,1	16,8	8,8	12,5	15,4
Gastos	8,9	20,6	24,3	12,1	11,5

* Incluye: Exportaciones por Aduanas, Venta de Energía de Binacionales al Exterior y Reexportaciones

Indicadores Económicos Seleccionados

	Proyecciones				
(En porcentaje del PIB, a menos que se indique lo contrario)					
	2010	2011	2012	2013	2014
Consumo Total	80,7	83,5	85,3	82,6	82,3
Consumo Privado	70,2	73,3	73,0	71,0	71,0
Consumo Público	10,4	10,3	12,2	11,6	11,3
Inversión Bruta Interna	16,2	16,2	15,0	18,0	18,9
Formación de Capital Fijo	15,9	15,8	14,7	17,6	18,7
Cuenta Corriente	-0,3	0,5	0,6	1,5	0,4
Balanza Comercial	4,4	3,5	3,6	5,0	4,1
Exportaciones	52,3	48,6	47,1	48,8	48,8
Importaciones	47,9	45,1	43,5	43,8	44,6
Sector Público - Administración Central*	1,2	0,7	-1,7	-1,6	-1,0
Ingresos	17,1	17,4	18,4	17,6	18,4
Gastos	15,9	16,7	20,1	19,2	19,4
Variables nominales					
PIB (millones de USD)	20.028	26.008	25.547	30.102	31.524
Exportaciones de Bienes y Servicios (millones de USD)**	10.474	12.634	12.023	14.677	15.370
Importaciones de Bienes y Servicios (millones de USD)	9.593	11.737	11.117	13.177	14.072
Tipo de Cambio Nominal Promedio (Gs/USD)	4.740	4.183	4.400	n.d.	n.d.
Reservas Internacionales Netas (millones de USD)	4.169	4.984	4.994	6.058	6.569

* Estimaciones del BCP.

** Incluye: Exportaciones por Aduanas, Venta de Energía de Binacionales al Exterior y Reexportaciones.

2. Perspectivas de la Inflación

2.1. Escenario Base de Proyección

Al comenzar el segundo semestre del año 2013, la coyuntura internacional no ha cambiado sustancialmente con respecto a lo que venía observándose a inicio del año. No obstante se agregaron algunas amenazas adicionales en el contexto internacional, relacionado con la desaceleración del crecimiento de los países emergente y la probable eliminación del estímulo monetario en la economía americana que podrían impactar fuertemente en la demanda mundial y en el re direccionamiento de los flujos de capitales.

En este escenario, los países emergentes sin duda se enfrentarán a la disyuntiva entre relajar la política monetaria para contrarrestar la desaceleración económica y tener que aumentar la tasa de política monetaria para atenuar el impacto de la probable salida de capitales¹. Dada esta disyuntiva, quizás las medidas más populares a implementarse en los países tendrían un sesgo hacia la implementación de instrumentos macroprudenciales y no tanto de carácter monetario.

Sin embargo, en lo que respecta a América Latina, en general la mayor parte de las economías, cuentan con una posición macroeconómica y financiera suficientemente respaldada como para mitigar el impacto de los vaivenes internacionales. Por ello, las

proyecciones de crecimiento de la economía mundial y regional a la fecha no han cambiado sustancialmente.

Cuadro 1: Supuestos del Escenario Base

SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE		
	2013	2014
PIB Mundial	3,1	3,8
PIB Brasil	2,5	2,2
PIB China	7,8	7,7
PIB PARAGUAY	13,0	5,2
Precio del Petróleo (usd/barril)	99	98
Precio del Maíz (usd/bushel)	582,5	535
Precio de la Soja (usd/bushel)	1300	1270
Precio del Trigo (usd/bushel)	690	634
Precio del Ganado (centavos de usd/libra)	127,4	130

Fuente: Elaboración propia.

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

A nivel de la economía doméstica se mantiene las buenas perspectivas ya señaladas en el informe anterior, pero la dinámica económica ha agregado algunos hechos significativos que podrían tener incidencia en los resultados económicos en el horizonte de este informe de política monetaria.

Una constante en los últimos meses ha sido la gran incertidumbre observada en la

¹Perspectivas de la economía mundial, actualización de las proyecciones centrales, FMI, julio de 2013.

²Sin embargo el tipo de cambio actual, no es significativamente diferente al observado a fin del 2012.

trayectoria del tipo de cambio². Como consecuencia de este nerviosismo transitorio, se ajustaron algunos precios sensibles de la canasta que tendrían algún impacto en la inflación, aunque a la fecha en forma muy moderada. Asimismo, se ha recuperado los mercados internacionales más relevantes de la carne que incidirán en los precios futuros de este producto tan sensible en la canasta familiar.

Por otro lado, a diferencia de lo que se ha observado en los últimos 9 años, el gobierno ha revertido su posición fiscal de superavitaria a deficitaria desde el 2012, y de ser persistente podría perturbar el control inflacionario en el futuro.

En contrapartida, la demanda privada sigue sin responder en la misma magnitud del estímulo generado por el fuerte crecimiento económico del año y a la reducción paulatina de la tasa de política monetaria en el 2012 y que aún se mantiene durante el año. Por otro lado, indicadores adelantados de la actividad económica como Usos de Créditos y Ventas en General están mostrando un comportamiento menos dinámico a lo esperado.

A pesar de los hechos mencionados, se mantiene la proyección del 13% para el crecimiento económico en el 2013, y aunque se espera una desaceleración para el 2014, la misma se mantendría en torno al crecimiento tendencial del 5%. Asimismo la inflación al cierre del 2013, cerraría por debajo del centro de la meta y con cierta presión de aceleración para el próximo año, aunque ésta no se desviaría en forma considerable del

centro del rango meta.

2.2. Proyecciones de la Inflación y Balance de Riesgos

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

A esto se agrega el contexto internacional, cuyo efecto neto dependerá del balance entre la disminución de la demanda internacional y una mayor presión sobre el tipo de cambio por los flujos de capitales. La atenuación esperada de la demanda internacional quitará presión a los precios locales, pero si se produce nerviosismo en el mercado financiero podría ser contrarrestado con una mayor volatilidad cambiaria con el consiguiente efecto sobre los precios de los transables a nivel interno.

Es bueno resaltar la inmejorable situación de la economía paraguaya que, a diferencia de algunos países de la región, el desempeño actual es bastante robusto, con un sistema financiero estable y líquido, un nivel de Reservas Internacionales que genera confianza, bajo nivel de endeudamiento público y por sobre todo, buena expectativa de crecimiento para este y el siguiente año.

Por lo tanto, a menos que las perturbaciones financiera internacional sea de una magnitud que implique cambios sustanciales en los movimientos de capital no implicaría mayores riesgos en este horizonte de

política monetaria para la economía paraguaya.

Cuadro 2: Proyecciones de la Inflación

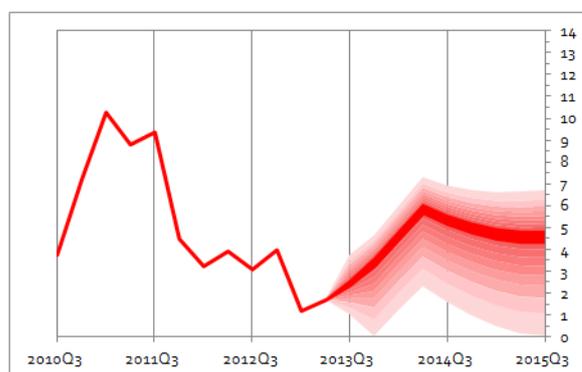
	Inflación	
	Total	Subyacente
dic-13	3.8	3.5
dic-14	5.0	5.0

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

En este espectro económico, se reducen las proyecciones de inflación para el cierre del 2013 con respecto a las proyecciones en el primer informe monetario del año (4,2%) al 3,8%, en términos interanuales para la inflación total, esperándose una leve reversión de esta desaceleración de precios para el año 2014. Asimismo, aún con la disminu-

ción del pronóstico de la inflación para el año, continua un sesgo importante de que la inflación se ubique por debajo del valor modal (3,54%) de esta proyección para el cierre de 2013.

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

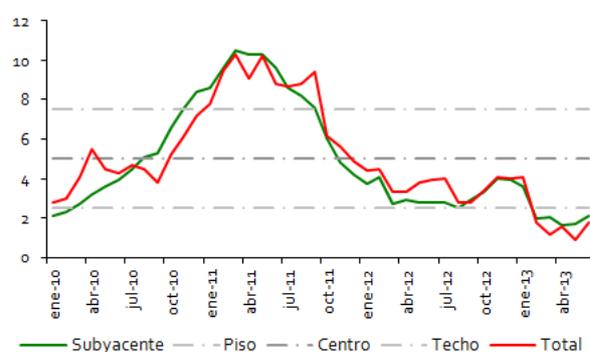


Fuente: Dpto. de Síntesis Macroeconómica e Investigación – SGGPM, BCP

3. Inflación

La inflación total interanual, al final del primer semestre del año 2013, se ubicó en una tasa del 1,7%, por debajo de la meta referencial de inflación de mediano y largo plazo del 5%. La inflación subyacente interanual³, por su parte, observó una tasa del 2,1% en el mismo período, también por debajo de la meta referencial de inflación.

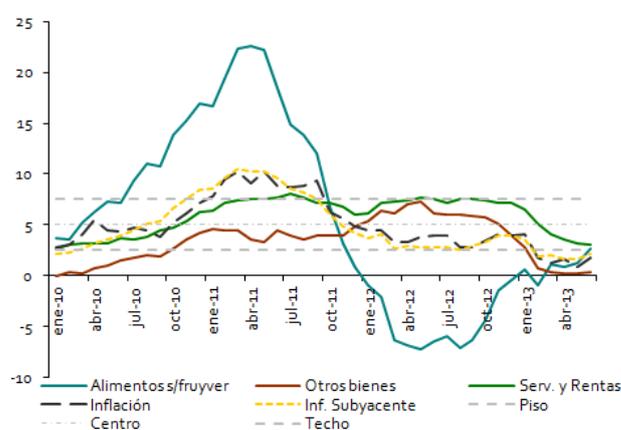
Figura 2: Inflación Total y Subyacente (Variación % interanual)



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

tes vacunos, debido al incremento de los niveles de faenamiento, producto no solo de la mayor exportación de carne vacuna sino también de la sequía que afectó algunas regiones productivas (principalmente en la región occidental).

Figura 3: Inflación en Alimentos (Variación % interanual)



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

La inflación total desde inicios del año 2013 mostró una trayectoria interanual descendente, donde la baja presión inflacionaria estuvo estrechamente correlacionada con la evolución de los precios de los alimentos, de los bienes y servicios relacionados al petróleo y de los bienes duraderos.

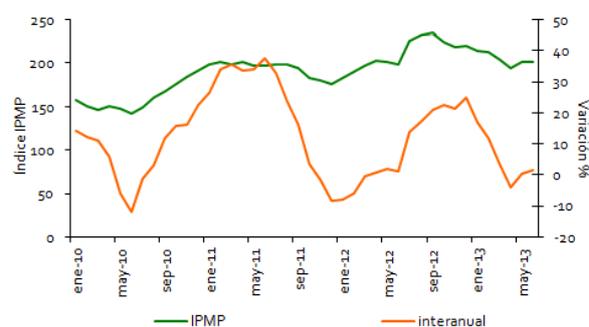
Así, los bienes alimenticios observaron, en promedio, reducciones de precios, entre los que se destaca las bajas verificadas en las cotizaciones de los cortes vacunos durante el primer semestre del 2013, explicado, en parte, por el aumento de la oferta de cor-

Este factor climático obligó a los productores locales a aumentar su oferta de ganado ante la posibilidad de pérdidas del bovino por falta de agua. El mercado local, de esta forma, fue favorecido por una abundante oferta de cortes cárnicos, presionando a la baja los precios al nivel del consumidor.

Sin embargo, se espera que este comportamiento de los precios de la carne vacuna se revierta en la segunda parte del año, de la mano de una mayor demanda externa por parte de Chile, el principal mercado de la carne vacuna paraguaya hasta el año 2011.

³Excluye los rubros más volátiles (frutas y verduras) de la canasta.

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



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

Este escenario se produciría en virtud de los resultados favorable derivados de la “auditoría sanitaria” practicada por técnicos chilenos al sistema de producción de carne local, llevado a cabo en el mes de junio del corriente año. Esta auditoría fue practicada como consecuencia de la clausura del mercado chileno a las exportaciones de carne vacuna paraguaya en el mes de setiembre del año 2011, tras la detección de fiebre aftosa en el Departamento de San Pedro. Adicionalmente, también se espera que por motivos estacionales los precios de la carne vacuna empiecen a incrementarse a partir del mes de julio del corriente año, en coincidencia con el período invernal.

Otros productos que también observaron una reducción de sus precios fueron aquellos afectados por la competencia de bienes similares desde países vecinos⁴. Este hecho generó un ingreso masivo de productos argentinos con destino al mercado doméstico, llevando a las autoridades competentes

⁴Al mes de junio del año 2013, el tipo de cambio guaraní/peso se redujo en un -24,3% en términos interanuales. A eso se agrega el hecho de que algunos productos argentinos son objeto de subsidio por parte del Gobierno de Argentina.

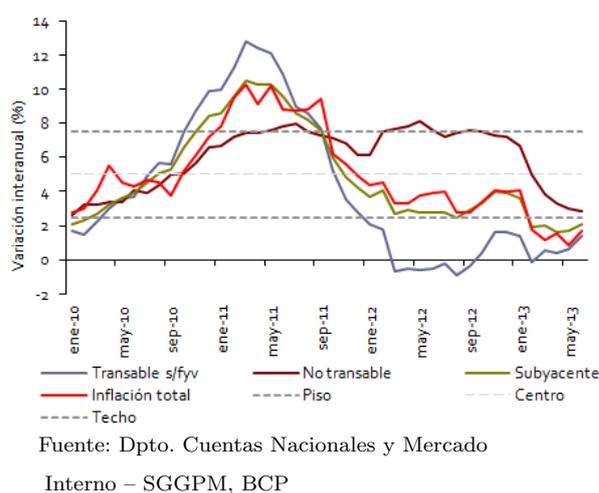
a extremar medidas para evitar la entrada masiva de productos de contrabando. Este escenario explica, en parte, el comportamiento de algunos precios de consumo, tales como aceite y azúcar, entre otros.

No obstante, en los alimentos también se observaron incrementos de precios, tales como los verificados en la harina y en los panificados. Este comportamiento estaría relacionado con la disminución de las existencias del trigo a nivel local debido a un mayor ritmo de exportación del mencionado producto desde inicios del cuarto trimestre del año anterior, hecho que presionó al alza los precios domésticos del cereal, y por ende, de aquellos productos derivados.

Cabe destacar, la existencia de una escasez de trigo a nivel mundial, como consecuencia de una reducción de su producción en el año anterior, situación que produjo un incremento significativo de la cotización internacional del producto durante el segundo semestre del año anterior. Esta escasez respondía, en parte, a una reducción de aproximadamente veinte por ciento de la superficie de siembra de trigo en la Argentina, que sumado a las precipitaciones en la etapa de cosecha en aquel país, disminuyó la cantidad y calidad del mencionado rubro. Esta situación redujo el excedente de exportación argentino, donde su tradicional comprador, Brasil, presionado por la situación, encontró en Paraguay una alternativa para satisfacer parte de su demanda,

reduciendo con ello la oferta local e incrementando los precios domésticos del cereal.

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



No obstante, la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO⁵) estima un aumento de la producción mundial para el año 2013, que implicará una recuperación con respecto al año 2012 y colocaría a la producción de trigo en su nivel más alto de la historia⁶. Ante este panorama de expansión de la producción, se observa que los precios internacionales del trigo se han reducido en los últimos meses⁷.

Se destaca también la suba de precios registrada por los productos lácteos, que según agentes del sector responde a una reducción de la oferta de materia prima. Esta menor disponibilidad del insumo lácteo se explica por la baja de precios que afectó a los de-

rivados lácteos en el pasado reciente, comportamiento que permeo hacia los precios del productor primario, desestimulando con ello la producción de leche cruda. A ello, se suma el aumento de la demanda de lácteos, en coincidencia con el fin de la época estival, el inicio de los programas de merienda escolar, y, en menor medida, el incremento de las exportaciones lácteas.

Por su parte, y con relación a los bienes derivados del crudo, desde inicios del año 2013 el comportamiento del dólar americano y las cotizaciones internacionales del producto, posibilitaron una revisión a la baja de los precios de la nafta, del gasoil, del gas carburante y del gas licuado de uso doméstico. A su vez, la disminución de los precios del gasoil posibilitó la reducción de los precios del pasaje urbano e interurbano. Sin embargo, con el cambio en el comportamiento del dólar desde mitad del primer semestre del 2013, las expectativas con respecto a los precios de los combustibles para el resto del año son más bien de ajustes al alza.

Los bienes duraderos de la canasta, que exhibieron un comportamiento a la baja en los primeros meses del año, también de la mano de una apreciación cambiaria de la moneda local, observaron un cambio en su tendencia a mediados del primer trimestre del año 2013, volviéndose más bien alcista, también en línea con el cambio en la

⁵Por sus siglas en inglés.

⁶Perspectivas de cosechas y situación alimentaria, publicado por la FAO.

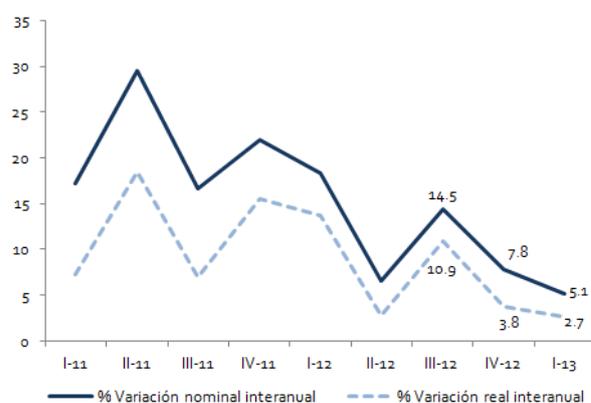
⁷A inicios del año 2012, el trigo se cotizaba en el Mercado de Chicago a 230,7 USD/Tn, en agosto de 2012, la cotización se ubicó en 322 USD/Tn, mientras que en junio de 2013, la misma se ubicó en 254,3 USD/Tn.

tendencia de la relación cambiaria guaraní/dólar en el mismo período.

3.1. Empleo y Salarios

El número de personas ocupadas registró un alza de 7%, en términos interanuales, durante el primer trimestre del año 2013, respecto a igual período del año anterior⁸.

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



Fuente: Encuesta Continua de Empleo (ECE)

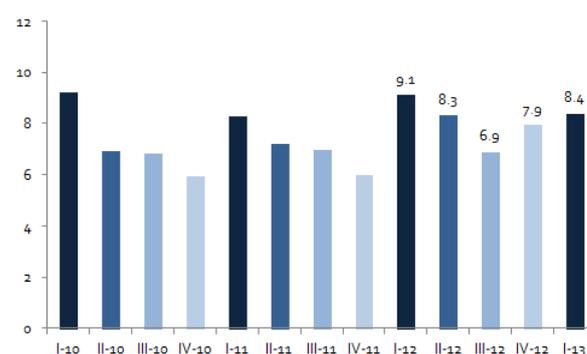
DGEEC

El comportamiento del mercado laboral en este período, estuvo explicado por el aumento del empleo en el sector terciario, mientras que se observó en el sector secundario una moderada generación de empleo, reflejo de la pérdida de empleo en el sector manufacturero, atenuada en parte, por la muy buena dinámica en la creación de nuevos empleos en el sector de la construcción.

⁸Principales Resultados de la Encuesta Continua de Empleo de Asunción y Central Urbano de la Dirección General de Estadística, Encuestas y Censos (DGEEC). Esta encuesta tiene por objetivo generar estadísticas que permitan realizar un seguimiento continuo (trimestral), de las principales características del mercado laboral. La cobertura geográfica abarca personas que residen en hogares particulares de Asunción y Áreas Urbanas del Departamento Central, cuya población económicamente activa (PEA) representa cerca del 40 % de la PEA Nacional y un poco más del 60 % de la PEA Urbana.

Este desenvolvimiento en el mercado laboral representó un incremento promedio de alrededor de 79.972 nuevos puestos de trabajo, al primer trimestre de 2013 en relación al mismo período del año anterior.

Figura 7: Tasa de Desempleo Abierto (Trimestral porcentual)



Fuente: Encuesta Continua de Empleo (ECE)

DGEEC

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

Con respecto al ingreso medio mensual percibido por las personas ocupadas en las diferentes ramas económicas, se puede apuntar que el mismo experimentó, en términos nominales, un incremento interanual de 5,1% en el primer trimestre de 2013, respecto a igual período del año anterior. En tanto que en términos reales el ingreso medio mensual experimentó un incremento

medio de 2,7% en el período de referencia, por debajo del 13,7% observado en el mismo trimestre del año anterior.

Por su parte, la tasa de desempleo abierto se situó en 8,4%, por debajo de la tasa de 9,1% observada en el mismo período del año anterior, reflejo de la mayor capacidad de absorción de mano de obra del mercado laboral, ya que la nueva mano de obra incorporada al mercado de trabajo fue plenamente absorbida.

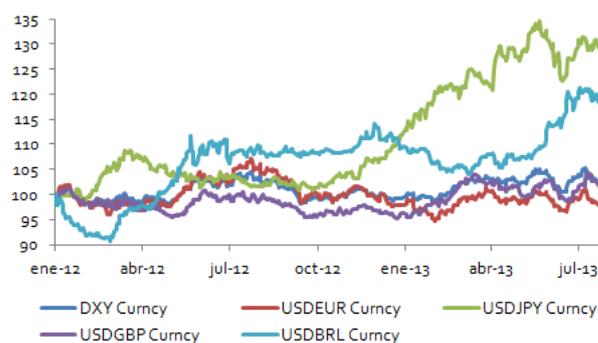
De esta manera, el desenvolvimiento del mercado laboral, con una expansión del empleo y de ingreso real medio mensual, ha dotado de capacidad de compra al mercado de bienes y servicios, para sostener el volumen de ventas de las empresas, en términos acumulados.

3.2. Mercado de Divisas

En lo que va del año 2013 el USD ha presentado un comportamiento muy volátil pero con una tendencia a fortalecerse en comparación a sus valor a inicio de año. Para el periodo Enero-Junio de 2013 el USD presentó una apreciación de 4,1% frente a las monedas de sus seis principales socios comerciales (medido a través del Índice DXY⁹) y una apreciación interanual en Junio del 1,8%. Desde inicio de año ya se pronosticaba un alza del dólar frente a estas monedas a consecuencia de medidas de política destinadas a prevenir el “abismo fiscal”. Desde

mediados del mes de Junio se ha visto un nuevo fortalecimiento de esta moneda como resultado de indicadores positivos en la economía americana: incremento en la confianza de consumidores, incremento en la renta real disponible, incremento en el consumo personal en términos reales, incremento en las ordenes de bienes durables e incremento en los indicadores de bienes raíces (precios de vivienda). Para el cierre de 2013 se espera una apreciación del USD del 3,5% con respecto al Índice DXY.

Figura 8: Evolución de las Principales Divisas (01/2012 = 100)



Fuente: Bloomberg

Por su parte, el EUR también presentó un comportamiento muy volátil frente al USD. En lo que va de Enero-Junio de 2013 el EUR ha acumulado una depreciación de 1,2%. Se podría decir que este resultado responde al pesimismo que rodea a la Unión Europea respecto a indicadores económicos tales como desempleo y austeridad fiscal. Sin embargo, a nivel interanual el EUR presenta una ligera apreciación de 2,7%. De una cotización de 1,26 a finales de Junio de

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

2012 ésta se ha incrementado a 1,30 a finales de Junio de 2013. Para fines de 2013, se espera que el EUR termine levemente apreciado en comparación al USD.

En los dos primeros meses de 2013 GBP ha presentado una fuerte depreciación con respecto al USD. En el periodo Enero-Junio de 2013 esta moneda acumula una depreciación de 4,9 % resultado de la incertidumbre sobre el futuro de la política monetaria de Inglaterra. Para fines de 2013 se espera una libra esterlina levemente depreciada en relación al USD.

En el mercado asiático, el Yen Japonés también ha presentado una fuerte depreciación. Es así que para el periodo Enero-Junio de 2013 esta moneda se ha depreciado en 13,8 % y a nivel interanual en 24,3 %. Al respecto, el Banco Central Japonés ha mantenido la tarea de inyectar dinero a la economía de modo a luchar contra la defla-

ción, que viene afectando a Japón por más de 15 años. Para fines de 2013 se espera que esta moneda continúe depreciándose en relación al USD.

En la región, el real brasilero continúa experimentando una fuerte depreciación. En el periodo Enero-Junio de 2013 esta moneda presentó una depreciación de 9,1 % contra el dólar americano, y una depreciación interanual de 11,1 %. Como una medida para frenar la depreciación del tipo de cambio el Gobierno de Brasil ha eliminado impuestos sobre las operaciones financieras (6 % sobre inversiones extranjeras en títulos brasileros y 1 % sobre derivados cambiarios).

El peso argentino continúa con una marcada tendencia hacia la depreciación, iniciada en el año 2009. En lo que va del periodo Enero-Junio de 2013 el tipo de cambio oficial ha pasado de 4,92 a 5,39 y el tipo de cambio no oficial (dólar blue) de 6,91 a 8,13.

Estimación del Efecto Traspaso del Tipo de Cambio a la Inflación en Paraguay*

A partir del año 2011 el Banco Central del Paraguay inició la implementación del esquema de “Metas de Inflación” para la Gestión de la Política Monetaria. Este esquema, requiere generar transparencia en la estrategia e implementación de la política monetaria para orientar las expectativas de los agentes económicos.

Para poder cumplir con la meta anunciada es importante que el Banco Central pueda identificar los mecanismos de transmisión de su política monetaria. Y en ese sentido, el tipo de cambio nominal juega un papel importante, dado que la economía paraguaya es pequeña y abierta y, por lo tanto, muy expuesta a choques externos.

En el presente trabajo se investiga cómo la variación del tipo de cambio se traslada a la inflación, utilizando diferentes definiciones de índices de precios, principalmente el

Índice de Precios al Consumidor (IPC) y el índice de Precios al Productor (IPP). Se utilizan datos trimestrales, en un periodo muestral que va desde 1995 hasta 2012.

El “coeficiente de traspaso” o pass – through es el efecto de una variación del tipo de cambio sobre los precios internos. Dado que existen ciertos aspectos microeconómicos y macroeconómicos, que muchas veces hacen que el efecto pass – through sea mayor o menor, se estimaron distintos coeficientes de manera a observar porque no se da un traspaso total del tipo de cambio a los precios. Entre los aspectos macroeconómicos se puede resaltar la credibilidad de las políticas del Banco Central, el desalineamiento del tipo de cambio real, considerándose también importante la coyuntura de la economía (periodos de auge o recesión), la evolución de la demanda agregada y la apertura comercial. Entre los factores microeconómicos se encuentran el grado de concentración del mercado, los costos de menú, y la penetración de importaciones y composición de la canasta de precios al consumidor.

En cuanto a la metodología de investigación, las estimaciones se realizaron mediante Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO), utilizando la técnica de ventanas recursivas (*Rolling Windows*).

Presentación de los Resultados

Se estimaron un total de 8 ecuaciones utilizando un tamaño muestral de 60 observaciones móviles. Los resultados obtenidos se resumen en el siguiente cuadro:

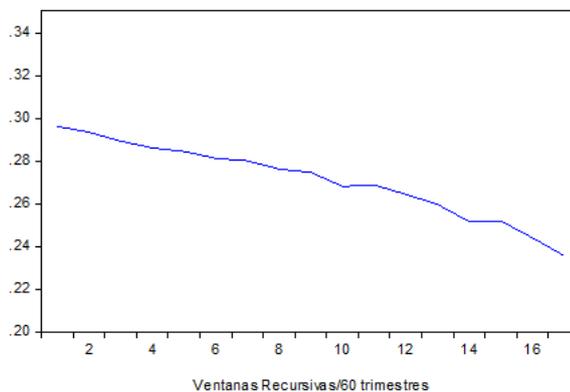
Resumen de los Resultados

Variable dependiente	IPC	IPC subyacente	Índice de precios transables	IPC importados	IPP	IPP importados	Índice de precios transables sin frutas y verduras	IPC importados sin frutas y verduras
Tipo de cambio utilizado	TCN_US\$	TCN_US\$	TCN_US\$	TCNE(US\$/Real)	TCN_US\$	TCN_US\$	TCN_US\$	TCN_US\$
Media	0,271	0,288	0,251	0,277	0,487	0,378	0,263	0,391
Máximo	0,296	0,318	0,262	0,306	0,495	0,396	0,284	0,416
Mínimo	0,235	0,242	0,229	0,224	0,479	0,352	0,232	0,344
Desv. Estand.	0,017	0,023	0,009	0,022	0,006	0,016	0,019	0,025

Fuente: Cálculo de los autores.

Efecto pass – through hacia precios del consumidor (IPC)

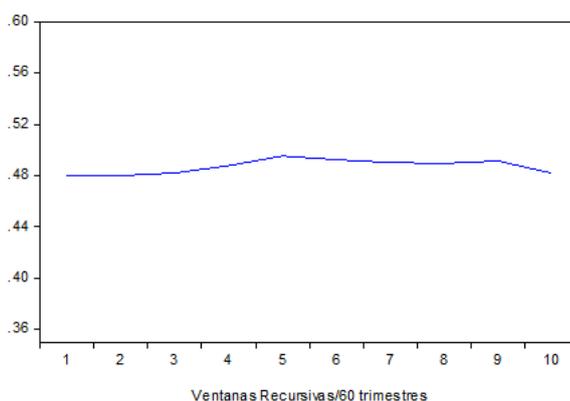
Se utilizó la variable IPC logaritmizada como variable dependiente, explicada por el tipo de cambio nominal (TCN) Guaraní/Dólar, la masa monetaria (M0) y el precio del petróleo (PBRENT) (estas últimas variables con un rezago y también en logaritmos). La estimación mediante *Rolling Windows* arroja un coeficiente mínimo de 0,235 y un máximo de 0,296, siendo el valor promedio 0,271.

Efecto traspaso del tipo de cambio nominal al IPC

Fuente: Cálculo de los autores.

Efecto pass – through hacia precios al productor (IPP)

En este caso se utiliza el logaritmo del IPP como variable dependiente, siendo las variables explicativas el logaritmo del tipo de cambio nominal (TCN) Guaraní/Dólar, logaritmo del precio del petróleo (PBRENT), logaritmo del consumo total (CT) y logaritmo de la masa monetaria (M0) (las últimas tres variables son instrumentales). El rolling no arroja resultados tan volátiles como en el caso del IPC, pues para el IPP los coeficientes de traspaso máximo y mínimo son 0,495 y 0,479, respectivamente. La menor volatilidad en el Índice de Precios al Productor puede deberse a los distintos aspectos microeconómicos citados anteriormente.

Efecto traspaso del tipo de cambio nominal al IPP

Fuente: Cálculo de los autores.

El trabajo proporciona un primer resultado para cuantificar el efecto del tipo de cambio

sobre la inflación. Un hecho de singular importancia es la continua disminución del coeficiente de pass-through en el tiempo para el caso de la inflación total, y eso es aún más importante, cuando se considera la adopción del régimen de meta de inflación, que requiere de un mercado cambiario más libre.

**Versión resumida del documento preparado por, Camilo Abbate, Martha Caballero y Sandra Weninger en el marco de la pasantía laboral remunerada en el Banco Central del Paraguay. Las opiniones realizadas en este documento, corresponden a los autores y no representa la posición institucional del Banco Central del Paraguay.*

4. Entorno Internacional y Regional

4.1. Crecimiento Económico Mundial

El Fondo Monetario Internacional redujo las expectativas de crecimiento mundial de 3,5% a 3,1% para el 2013. Esta reducción en las perspectivas de crecimiento se da en mayor medida en las economías en desarrollo, sin embargo, las mismas seguirán creciendo a un ritmo mayor que las economías avanzadas

Cuadro 3: Crecimiento Mundial (Variación % anual)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Mundo	-0,6	5,1	3,9	3,1	3,1	3,8
Economías Avanzadas	-3,5	3,0	1,7	1,2	1,2	2,1
Estados Unidos	-3,1	2,4	1,8	2,2	1,7	2,7
Zona Euro	-4,4	2,0	1,5	-0,6	-0,6	0,9
Japón	-5,5	4,5	-0,6	1,9	2,0	1,2
Economías Emergentes y en Desarrollo	2,7	7,4	6,2	4,9	5,0	5,4
América Latina y el Caribe	-1,5	6,1	4,6	3,0	3,0	3,4
China	9,2	10,4	9,3	7,8	7,8	7,7
India	5,9	10,1	6,3	3,2	5,6	6,3
Rusia	-7,8	4,3	4,3	3,4	2,5	3,3
Brasil	-0,3	7,5	2,7	0,9	2,5	3,2

Fuente: Fondo Monetario Internacional (WEO) y Consensus Forecasts

De acuerdo al FMI, la reducción en las proyecciones se produce por la caída de la demanda interna en los países emergentes y la recesión en la zona euro. De acuerdo a la misma fuente, el mayor riesgo a la baja en las economías emergentes es la posibilidad del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos (compra de activos financieros),

que podría provocar un retorno de capitales y un endurecimiento de las condiciones crediticias en el resto de los países.

La economía estadounidense mantuvo un crecimiento moderado de 2,3% en el 2012, mientras que el pronóstico para el 2013 se redujo de 2,0% a 1,7%. Se espera que el desempleo se mantenga por encima de 6,5% hasta finales del 2014, por lo que la tasa de política monetaria se mantendría en su nivel actual durante este periodo. Por otro lado, en la primera parte del año se produjo una mejora en el consumo privado, innovaciones en el sector energético, una moderación en el ajuste fiscal y se observó un desempeño histórico de las Bolsas de Valores durante Julio de 2013.

En la Zona Euro, las proyecciones de crecimiento económico se mantienen en rangos negativos, con una contracción del 0,6% para finales del 2013. No obstante, para el año 2014 se proyecta una leve recuperación. La recesión de los países de la periferia se traslada a los países del centro, donde se espera que Francia, Italia y España muestren cifras negativas de crecimiento, mientras que Alemania mostraría un resultado de 0,3% positivo. En este contexto el desempleo se mantiene elevado e incrementándose para el término del año.

En Japón se proyecta un crecimiento económico de 2% para el 2013, superando las expectativas de crecimiento de comienzos de año. El crecimiento se produce en un contexto de depreciación del yen, que impul-

sa las exportaciones de manufacturas. Además, se produjo un aumento en la demanda interna, que resulta de una mejora en la confianza del consumidor y de un incremento de la inversión privada no residencial.

En China se espera un crecimiento del 7,8 % en el 2013, menor a la expectativa de crecimiento disponible a comienzos del año. La caída en las expectativas de crecimiento se produce por una coyuntura mundial menos favorable y la moderación en la demanda interna. La moderación económica de China responde a la política del gobierno que apunta a resolver algunos desequilibrios del sistema financiero y al rebalanceo de la estructura de la demanda. El desempeño de la economía china y su menor demanda de commodities ha reducido los precios de estos insumos, lo que afectaría a aquellos países con orientación exportadora de materias primas.

En América Latina y el Caribe se observa un deterioro en las expectativas de crecimiento. Para finales de 2013 se proyecta un crecimiento de 3,0 % y para el 2014 de 3,4 %. El deterioro se produce en un contexto de reducción de demanda interna y un menor estímulo externo. En Brasil se produjo un debilitamiento de la producción industrial mientras que el incremento de la tasa de política monetaria, ante la subida de las perspectivas de inflación, podría disminuir el consumo doméstico. En México también se produjo un deterioro en las expectativas de los consumidores y empresas, debido al menor dinamismo de las exportaciones.

4.2. Inflación Mundial

A nivel mundial las previsiones de inflación para el 2013 muestran una leve reducción en las presiones inflacionarias, en comparación al 2012. Esto se debe al contexto económico mundial caracterizado por una lenta recuperación económica.

Cuadro 4: Inflación Mundial (Variación % anual)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Economías Avanzadas	0,1	1,5	2,7	1,9	1,7	1,9
Estados Unidos	-0,3	1,6	3,1	2,1	1,8	1,7
Zona Euro	0,3	1,6	2,7	2,5	1,7	1,5
Japón	-1,3	-0,7	-0,3	-0,4	0,6	3,0
Economías Emergentes y en Desarrollo	5,1	6,1	7,2	5,9	5,9	5,6
China	-0,7	3,3	5,4	2,6	3,0	3,0
América Latina y Caribe	5,9	6,0	6,6	6,0	6,1	5,7

Fuente: Fondo Monetario Internacional y Consensus Forecasts

En Estados Unidos, la inflación se mantuvo moderada durante el 2012, y para el 2013 se proyecta una tasa de inflación de 1,8 %, situándose por debajo de la meta de largo plazo de 2 %, establecida por la Reserva Federal. La inflación se mantendrá en niveles reducidos, reflejo de un aumento de la productividad y de un dólar más fuerte, lo que disminuye la presión de cambios de precios en bienes y servicios importados. La disminución de los precios es acompañada por un aumento de la demanda, en lugar de una caída del consumo.

En la Zona Euro, se proyecta una inflación

de 1,7% para el 2013, por debajo del 2,5% observado en el 2012. Las proyecciones a la baja se basan en la actividad económica aun debilitada, que no necesariamente repercutirá en un aumento del consumo. Las expectativas de inflación para la Zona Euro siguen manteniéndose en línea con el objetivo de mantener las tasas anuales de inflación cerca del 2%. Por tanto, se espera que el Banco Central Europeo mantenga sus estímulos de política monetaria.

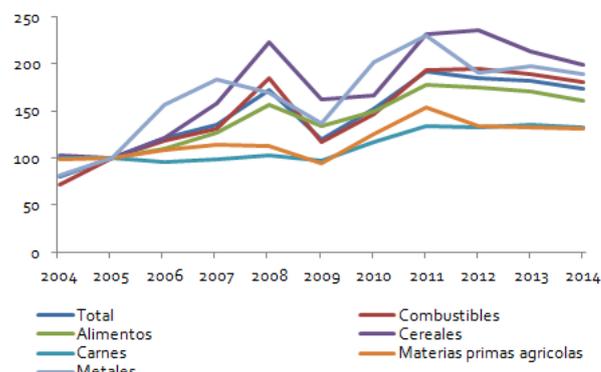
En China se proyecta una inflación de 3,0% para fines del 2013, luego de haber observado una reducción de la misma en el 2012. No obstante, la inflación se mantiene por debajo de la meta del gobierno de 3,5% anual. Se espera que la inflación se mantenga en estos niveles, dado el menor dinamismo de la economía, lo cual se encuentra reflejado en la caída de los precios al productor en lo que va del año.

En Latinoamérica y Caribe, se pronostica un ligero aumento de la inflación para el 2013 en relación al 2012, desde 6,0% a 6,1%. Esta cifra se ubica por encima de la meta de algunos países que se manejan por el régimen de metas de inflación. Particularmente, esto se observa en Venezuela y Argentina donde la política monetaria no se ha ajustado al continuo incremento de los precios. Brasil por su parte espera un incremento en las tasas de inflación, lo que se vio reflejado en los sucesivos aumentos de la tasa de política monetaria durante el 2013.

4.3. Precio Mundial de Commodities

Los precios internacionales de commodities disminuyeron en 0,3% en la primera mitad del año 2013, y se proyecta una disminución de 2,0% para finales del año, de acuerdo al FMI. La disminución se debe a una mejora en la oferta de bienes y a una leve reducción en la demanda. Se esperan reducciones en los precios de energía, alimentos, materias primas agrícolas y cereales. Por otro lado, se espera un leve aumento de precios en carnes y metales.

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



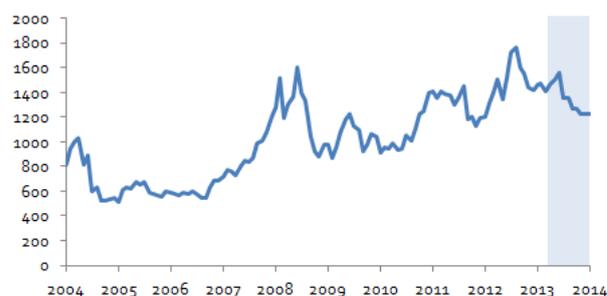
Fuente: FAO

De acuerdo al Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA), la producción mundial de soja para la temporada 2012/2013 fue revisada al alza gracias al aumento de la producción en Paraguay y China, que compensan la reducción en la producción de Argentina. El comercio mundial de este producto también se incrementó gracias a las exportaciones de nuestro país y las importaciones de la Unión Euro-

pea. Para la temporada 2013/2014 se espera un nuevo incremento de la producción, gracias al impulso de Estados Unidos, China y Canadá que compensarán reducciones en Argentina y Rusia. En cuanto a precios, la soja cotizó alrededor de USD 574 por tonelada en el mes de junio de 2013, y los futuros muestran una reducción en el precio para finales del año.

Se proyecta un incremento del 0,5% de la producción mundial de carne vacuna para finales del 2013, en relación a lo observado un año atrás. También se pronostica un aumento del 5,7% en las exportaciones de carne, principalmente por aumentos en Brasil y Australia. Las importaciones se mantendrán fuertes en el este de Asia, especialmente en China y Hong Kong.

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



Fuente: Reuters

En cuanto a la producción de granos, se estima un aumento en la producción mundial de trigo para la temporada 2013/2014, luego del descenso en la producción observado en la presente temporada. También se observa un aumento en el comercio exterior de este producto, ocasionado por el aumento de las importaciones chinas, que registran

el mayor incremento en la importación de este producto en los últimos 18 años.

La cotización del crudo, mostró una tendencia descendente durante la primera mitad del 2013, luego de una leve escalada observada hacia el final del 2012. Durante la segunda mitad del año, se espera que los precios repunten levemente, de acuerdo a la cotización Brent en los mercados internacionales de futuros. Así, para finales de este año, los mercados a futuro muestran un precio en torno a USD 104 por barril, nivel inferior a lo observado al término del 2012, lo cual señala la demanda mundial aun debilitada.

Figura 11: Precio Petróleo Brent (USD/barril)



Fuente: Reuters

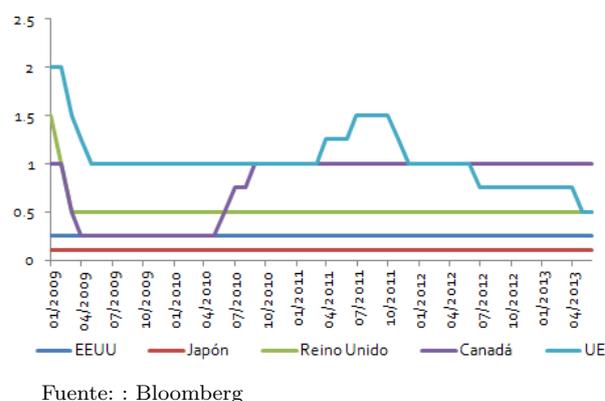
4.4. Medidas de Política Económica Aplicadas

Durante el primer semestre de 2013, las tasas de política monetaria se mantuvieron sin cambios en las economías avanzadas, salvo por el Banco Central Europeo que decidió recortar la suya a un mínimo histórico.

En Estados Unidos, el FED mantiene su

política de apoyo de la economía con una tasa de política monetaria inalterada de 0,25 %, además de recompras de bonos del Tesoro y títulos hipotecarios. En el primer semestre de 2013 el país presentó un ritmo moderado de crecimiento explicado por medidas de austeridad (reducción del presupuesto fiscal en Marzo) así como el incremento en los impuestos en Enero. El FED señala que la actual tasa de política monetaria se mantendrá en su nivel actual en la medida que la tasa de desempleo se encuentre por encima del 6,5 %, y la proyección de la tasa de inflación en un horizonte de dos años no mayor a medio punto porcentual por encima de la meta de largo plazo del 2 %.

Figura 12: Tasa de Política Monetaria - Países Desarrollados



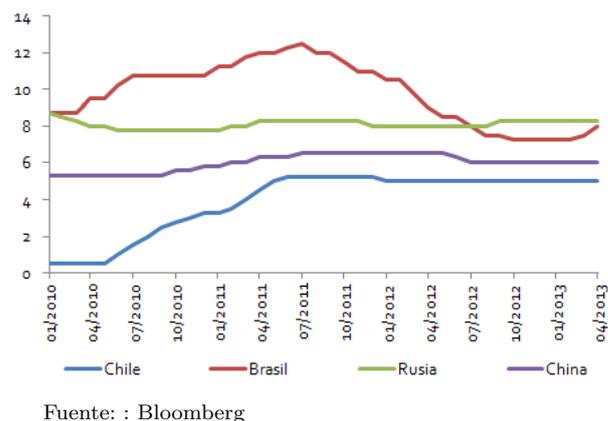
Por su parte, el Banco Central Europeo disminuyó su tasa de política monetaria en el mes de mayo de 0,75 % a 0,50 %. La política monetaria se mantendrá expansiva por el tiempo necesario y se espera que la tasa de interés se mantenga igual o menor durante

¹⁰A su vez, para el mes de Julio esta tasa ya se ha incrementado dos veces, a 8,00 % y posteriormente a 8,50 %.

un prolongado periodo. Existen perspectivas de inflación moderada en el mediano plazo en combinación con una alta debilidad de la economía real. Con esta medida el BCE espera ayudar a la recuperación económica del bloque entre 2013 y 2014.

Cambios en la política monetaria de Estados Unidos han repercutido en la política monetaria de los mercados emergentes principalmente desde Mayo de 2013. Las intervenciones se dieron principalmente en el mercado de divisas.

Figura 13: Tasa de Política Monetaria - Países Emergentes



En el primer semestre de 2013, el Banco Central de Brasil mantuvo una política monetaria contractiva, incrementado la tasa SELIC en varias ocasiones desde 7,25 % en Abril a 7,50 % en Mayo¹⁰. Dicho incremento se produjo con el objeto de controlar la inflación que a Junio es de 6,7 % superior al techo de la meta establecida de 6,5 %. Actualmente se presenta una fuerte depreciación del real brasileño y la economía pre-

senta perspectivas de crecimiento solo moderadas.

En el caso de Chile, se mantiene la tasa de política en 5%. Al primer semestre de 2013 se ha presentado una leve desaceleración de la economía chilena debido a una reducción de la inversión. Por el momento se espera

que el Banco Central mantenga su tasa de política monetaria en el mismo nivel pero no se descarta que en los próximos meses pueda producirse una reducción de la misma. Este sería el caso en el escenario de una reducción del déficit en cuenta corriente y que las expectativas de inflación permanezcan cercanas a la meta de Banco Central.

5. Sector Externo

5.1. Comportamiento de la Balanza de Pagos

Se espera para lo que resta del 2013, una Balanza de Pagos con saldo positivo la cual refleja un incremento de los activos de reservas. De esta manera se estima el ratio de Reservas con respecto al PIB cercano al 20,1 %, y alcanza para cubrir 8,7 meses de la importación promedio de bienes.

Cuadro 5: Balanza de Pagos

	Millones de USD		% del PIB	
	2012*	2013**	2012	2013**
Cuenta Corriente	152,6	458,6	0,6	1,5
Cuenta de Capital y Financiera	303,9	919,4	1,2	3,1
Errores y Omisiones	-481,0	-128,8	-1,9	-0,4
Activos de Reserva	24,5	-1.249,2	0,1	-4,2

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

(**) Cifras proyectadas

Los superávits dados en 2012, en la Cuenta Corriente como de la Cuenta Capital y Financiera, con respecto al 2011, fueron producto de la alta importancia relativa de la exportación de energía eléctrica, otros productos primarios y flujos de capitales privados. Esperándose para el 2013 cerrar con un superávit en Cuenta Corriente de USD 458,6 millones, mientras que para la Cuenta de Capital y Financiera se estima un flujo neto de USD 919,4 millones, lo cual genera un aumento de las Reservas Internacionales de USD 1.249,2 millones, llegando a un saldo de USD 6.057,5 millones, monto su-

perior en 21,3 % al saldo del 2012 de USD 4.994,3 millones.

El comportamiento positivo en los niveles de la Cuenta Corriente estimada para el 2013 con respecto al 2012, es de USD 458,6 millones, debido al superávit de la Balanza de Comercial de USD 1.500,6 millones (estimándose niveles records de las exportaciones y de las importaciones, expuestos en la Tabla 8), por su parte, para la Balanza de Servicios se espera un déficit de USD -268,2 millones, igual comportamiento por parte de la Balanza de Renta esperándose un incremento marginal del déficit a USD -1.469,2 millones y contrarrestado por la Cuenta Transferencias Corrientes netas recibidas del exterior de USD 695,5 millones, monto inferior con respecto al 2012 debido a una disminución esperada en la Remesas de Familiares, cercana al 8,3 %.

Cuadro 6: Cuenta Corriente

	Millones de USD	
	2012*	2013*
CUENTA CORRIENTE	152,6	458,6
A. Bienes	906,4	1.500,6
Exportaciones	12.023,4	14.677,2
Importaciones	-11.116,9	-13.176,6
B. Servicios	-144,7	-268,2
C. Renta	-1.367,8	-1.469,2
D. Transferencias Corrientes	758,7	695,5

Fuente: Dpto. de Economía Internacional – SGGPM, BCP

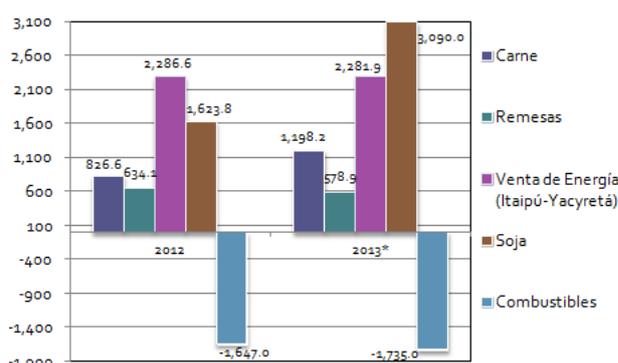
(*) Cifras preliminares

Durante el segundo semestre del 2013 se estima un déficit en Cuenta Corriente cercano a USD -125 millones, contrarrestado por el superávit registrado en el primer semestre

del año, esto se debería a un aumento más pronunciado de las importaciones, preferentemente, en el cuarto trimestre.

En cuanto a los principales rubros generadores de flujos de ingreso de divisas, durante el 2013 se espera, en promedio, un aumento de los mismos. A junio de 2013 se ha exportado semilla de soja por un valor de USD 1.932,7 millones, superior en 82,3 % al monto registrado en el mismo periodo del año anterior en que alcanzó USD 1.060,1 millones. En términos de volumen, el total exportado fue de 3.925.139 toneladas, 78,1 % superior a las 2.204.009 toneladas que representaba al primer semestre de 2012; para lo que resta del 2013 se espera que se dinamicen los envíos al exterior hasta llegar a un aumento cercano del 90 % del valor exportado en el año anterior.

Figura 14: Generación de Divisas (principales rubros, millones de USD)



Fuente: Dpto. de Economía Internacional – SGGPM, BCP

(*) Cifras estimadas

La exportación de Energía Eléctrica mantiene el superávit en la Balanza de Bienes y constituye uno de los principales productos de exportación. Este excedente de energía

limpia y renovable que muestra al Paraguay como principal exportador mundial constituye un importante factor de atracción para las inversiones extranjeras. Itaipú produjo en 2012 un total de 98.287.128 megavatios-hora (98,2 millones de MWh), rompiendo su propio récord mundial de producción de energía, que ocurrió en 2008, con la generación de 94.684.781 megavatios-hora (MWh). Para el 2013 se estima un nivel similar del valor exportado de energía eléctrica en 2012.

Por su parte, la exportación de carne en el 2012, totalizó USD 826,6 millones, monto superior en 9,7 % a los USD 753,8 millones en el mismo periodo del año anterior. Cabe señalar que Brasil, Rusia, Israel y Hong Kong, fueron los principales mercados de exportación de carne en el primer semestre 2013, representando un porcentaje cercano del 86 % del total de los envíos al exterior. Se estima para el 2013 un valor exportado de la carne estaría cercano a USD 1.198,2 millones, especialmente por la reapertura para Paraguay del mercado chileno.

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

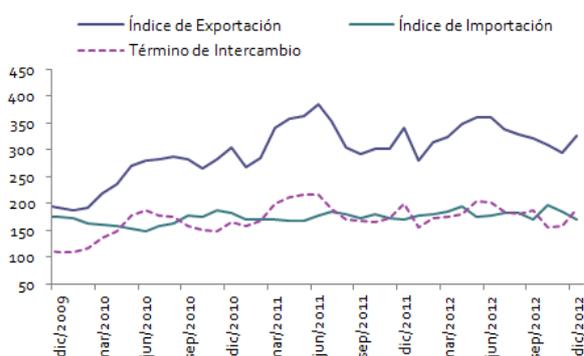
En tanto que los ingresos por Remesas Familiares tuvieron un deterioro en comparación al año anterior, estimándose una reducción para el 2013, superior al 8 %.

5.2. Términos de Intercambio

Este índice presentó un incremento en junio de 2013 de 2,6% y en términos acumulados e interanuales un aumento del 15,5% y 13,9%, respectivamente.

Un incremento del TDI reflejaría un mejoramiento en las cuentas externas del país y una disminución lo contrario. La importancia de este índice para el Paraguay, por ser una economía pequeña y abierta, surge de la dependencia del país a las fluctuaciones de precios mundiales.

Figura 15: Índices del Comercio Internacional



Fuente: Dpto. de Economía
Internacional – SGGPM, BCP

Los precios de los commodities a nivel mundial se han incrementado a partir del segundo semestre del 2010 hasta 2012. Sin embargo, para el 2013 se estima una tendencia de leve reducción.

Esta evolución favorable promueve las exportaciones de productos agropecuarios con alta demanda en el exterior, lo cual promueve la confianza de los inversionistas externos en dichos sectores.

El coeficiente de apertura comercial llegaría a 76,6% en el 2013 superior al 72,5% del 2012.

5.3. Tipo de Cambio Real Efectivo

El índice de Tipo de Cambio Efectivo Real experimentó en junio una depreciación de 0,5%, con respecto al mes anterior. En términos interanuales y acumulados se ha registrado una apreciación de 5,7% y 0,7% respectivamente, con respecto a la canasta de monedas de los principales socios comerciales. Durante el 2013 se viene registrando una tendencia de reducción de la apreciación real de la moneda nacional con respecto a las principales divisas de la canasta de monedas del comercio exterior paraguayo. Se estima el mantenimiento de la apreciación real de la moneda nacional para el 2013, considerando las estimaciones de comercio exterior y la afluencia de capitales externos.

5.4. Cuenta Financiera y de Capital

Se estima que la Cuenta Capital y Financiera presentará un superávit de aproximadamente USD 919,4 millones para fines de 2013, superior en USD 615,5 millones al resultado del 2012, de US303,9 millones. La cuenta financiera registraría un superávit de USD 858,2 millones, mientras que las donaciones de capital alcanzarían USD 61,2 millones.

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

En el 2012, el sector privado recibió capitales del exterior por USD 561,4 millones, distribuidos en inversión de cartera captada por emisión de bonos por USD 600 millones, Inversión extranjera directa y Créditos Comerciales, contrarrestado por aumento de los Depósitos en el Exterior por parte de los Bancos y Particulares. Para el 2013 se estima que el sector recibirá, aproximadamente, USD 740,0 millones y esperándose un incremento en la IED como el Retorno de Depósitos, entre otros.

El sector público, por su parte, ha registrado flujo neto positivo en el 2012 de USD 148,6 millones, explicado, principalmente por el financiamiento comercial recibido por PETROPAR y por el financiamiento neto del Gobierno Central. Las Entidades binacionales mantienen una posición pagadora neta en el 2012 por USD 457,1 millones. Para el 2013 se estima un superávit superior para el sector público considerando la emisión de bonos soberanos realizada por el Gobierno Central en el exterior en enero por USD 500 millones, además de mantener la ejecución normal prevista para los proyectos financiados por créditos de largo plazo otorgados por Organismos Multilaterales y Agencias de Gobierno; el flujo neto esperado para el 2013 sería de USD 610,6 millones. Para las Entidades Bi-

nacionales se estima una amortización neta de USD 492,4 millones.

Cuadro 7: Flujos de Activos y Pasivos Seleccionados

	Millones de USD	
	2012*	2013*
CUENTA FINANICERA	252,9	858,2
A. Sector Público	148,6	610,6
Desembolsos	202,6	307,8
Amortizaciones	-198,1	-230,0
Créditos Comercial (Neto)	158,5	-18,4
Bonos	0,0	500,0
Otros	-14,4	51,2
B. Binacionales (Neto)	-457,1	-492,4
C. Sector Privado	561,4	740,0
Inversión Extranjera Directa	118,6	250,5
Inversión de Cartera	600,0	0,0
Depósitos	-159,4	473,1
Créditos Comercial (Neto)	2,4	4,7
Otros	-0,2	11,7

Fuente: Dpto. de Economía Internacional – SGGPM, BCP

(*) Cifras preliminares

El aumento esperado de Reservas Internacionales para el 2013 de USD 1.249,2 millones está explicado, principalmente, por la afluencia de divisas desde el resto del mundo hacia el sector público paraguayo, así como también considerando los flujos de capitales privados orientados a financiar las crecientes importaciones y la inversión extranjera directa influenciadas por la actividad económica.

Se espera una evolución positiva de los ratios relativos de relacionamiento externo a diciembre del 2013: la Deuda Pública Externa con respecto al PIB sería de 11,9 %, mientras que la Deuda Privada Externa rondaría el 8,5 % con respecto al PIB, por su parte el pasivo externo de las Entidades Binacionales sería de 34,5 % (en descenso);

mientras que el Patrimonio de la Inversión Extranjera Directa sería de 13,8 % y los Depósitos y Otros activos del sector privado en el exterior sería de 10,4 %. Cabe men-

cionar que la Deuda Externa de Corto Plazo¹¹ llegaría a USD 852,4 millones, la cual representaría el 14,1 % de las Reservas Internacionales.

¹¹Definida como la sumatoria del crédito comercial externo más el servicio para 12 meses de la deuda pública financiera externa del Gobierno Central.

6. Finanzas Públicas

Como resultado de la implementación de una política fiscal expansiva durante todo el año 2012, producto de un fuerte aumento en los gastos rígidos, la Administración Central registro un déficit de 1,75 % del PIB al cierre del año. El comportamiento del fisco en el primer semestre del 2013, continúa con un déficit de 0,35 % del PIB (ver Cuadro 8) y, se espera que al final del año cierre con un déficit en torno al 1,6 % del PIB. Esto sería resultado de un mayor gasto, sobre todo en inversiones de infraestructura, con lo que se estaría observando un cambio en el perfil de la política fiscal.

Cuadro 8: Finanzas Públicas - Gobierno Central (% del PIB)

RECAUDADO/ OBLIGADO	2011	2012	2013	
			Datos a Junio *	Proyección 2013 **
Ingresos Totales (I+II)	17,46	18,38	7,85	16,87
I) Ingresos Corrientes	16,84	17,93	7,73	16,47
II) Ingresos de Capital y Donaciones	0,62	0,45	0,12	0,41
Egresos Totales (I+II)	16,74	20,13	8,21	18,47
I) Gastos Corrientes	12,84	15,47	6,62	14,52
II) Gastos de Capital	3,90	4,65	1,59	3,95
Resultado Global	0,72	-1,75	-0,35	-1,60
Resultado Primario	0,98	-1,52	-0,25	-1,38
Financiamiento	0,72	1,75	0,35	1,60

Fuente: Ministerio de Hacienda

Proyección 2013 son estimaciones del BCP.

De concretarse la proyección de déficit fiscal para el 2013, sería el segundo año consecutivo, lo que se traduciría en una menor acumulación de depósitos en el BCP, generando así una mayor presión para la política monetaria para mantener el equilibrio macroeconómico. De persistir déficits fiscales

en sucesivos periodos, el Gobierno Central debería prever también sucesivos periodos de superávits a fin de garantizar la sostenibilidad intertemporal de la política fiscal.

6.1. Ejecución Presupuestaria del Gobierno Central

Al primer semestre del año 2013, la ejecución presupuestaria del Gobierno Central registra un déficit de -0,35 % respecto al PIB, en tanto que en comparación igual periodo del 2012 se registró un superávit de 0,44 % respecto al PIB.

El Resultado Primario, que permite evaluar la sostenibilidad del déficit del sector público, a junio del año 2012 fue del 0,54 % del PIB mientras que en el mismo periodo del presente año fue del -0,25 % del PIB, debido a que los ingresos registraron un incremento del 5,01 %, mientras que los gastos primarios registraron un incremento del 15,44 %.

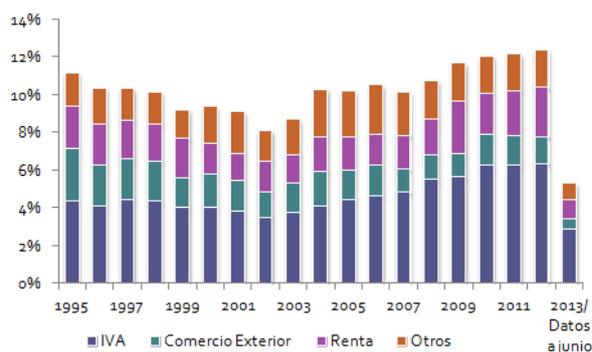
6.2. Ingresos

Al mes de junio del año 2013, los Ingresos Corrientes del Gobierno Central ascendieron a 7,73 % del PIB, lo que significó un incremento nominal del 4,93 %, respecto a similar periodo del 2012, en el que alcanzo el 8,64 % del PIB.

Los Ingresos Tributarios que ascienden a junio del 2013 al 5,28 % del PIB, experimentaron un incremento del 6,67 %, debido principalmente a que el Impuesto al Va-

lor Agregado (IVA), el Impuesto a la Renta y Otros Impuestos registraron incrementos del 10,29 %, 8,35 % y 2,33 % respectivamente, mientras el Impuesto al Comercio Exterior registró una disminución del 5,71 %.

Figura 16: 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 a junio del 2013 el 2,45 % del PIB, experimentaron un incremento nominal del 1,36 % con relación al mismo periodo del año anterior.

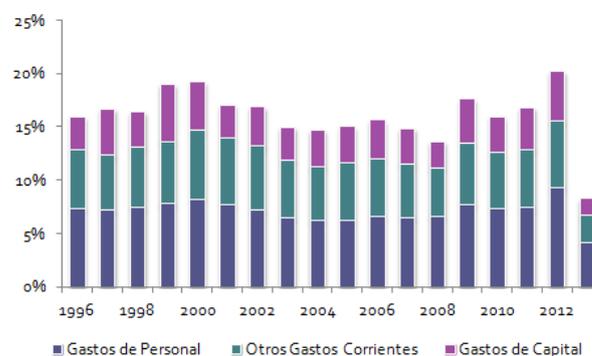
6.3. Gastos

En el primer semestre del año 2013, los Gastos Corrientes alcanzaron 6,62 % del PIB, registrando un incremento nominal de 11,5 % con respecto al mismo periodo del año anterior.

El Gasto de Capital del Gobierno Central al mes de junio del 2013 se incrementó en 35,8 %, lo que representa 1,59 % del PIB.

Es

Figura 17: Composición de los Gastos del Gobierno Central (% del PIB)



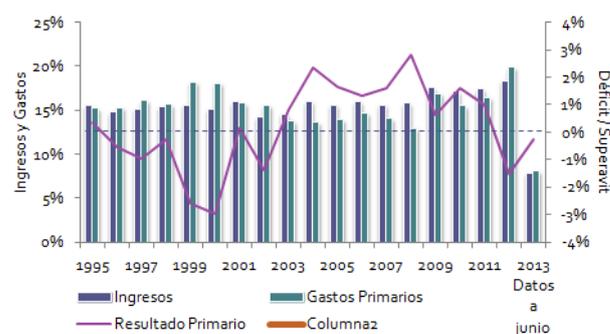
Fuente: Ministerio de Hacienda

importante destacar que la Inversión Pública (1,47 % del PIB) registró un incremento en valor nominal del 37,75 % en comparación a lo registrado en el mismo lapso del año 2012 (1,25 % del PIB).

6.4. Requerimiento Financiero

La Ejecución Presupuestaria del Gobierno Central, a junio del año 2013, medido por el lado de su necesidad de financiamiento, arrojó un déficit del 0,35 % respecto del PIB, inferior al resultado positivo obtenido

Figura 18: Resultado Primario del Gobierno Central (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda

en el mismo periodo del año anterior que fue de 0,44 % del PIB. Éste déficit fue financiado en su mayor parte a través de la emisión de bonos del tesoro nacional en el mercado local y adelanto de corto plazo solicitado al BCP.

6.5. Saldo Fiscal y Perspectivas 2013

Al primer semestre del 2013, se observa un déficit de 0,35 % del PIB, debido a que el total de los ingresos crecieron en 5 % respecto a igual periodo del año anterior, en tanto que los gastos totales se incrementaron en

15,5 %, siendo el incremento del gasto de capital de 35,8 % y los gastos corrientes de 11,5 %.

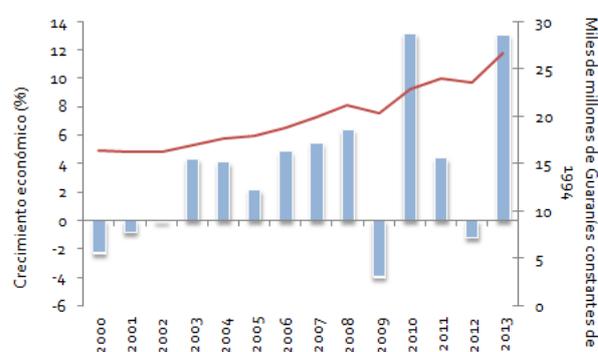
Para el cierre del año 2013, se proyecta un resultado fiscal deficitario en torno al 1,6 % del PIB, debido principalmente al incremento del gasto, sobre todo en inversiones de infraestructura. De concretarse este incremento, se estaría dando un cambio en el perfil de la política fiscal, debido a que el resultado deficitario es producto de un mayor gasto en inversiones, así como también se registraría por segundo año consecutivo un resultado fiscal deficitario.

7. Demanda y Actividad

7.1. Perspectivas del Producto Interno Bruto

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

Figura 19: PIB Real - Incluye Binacionales (Evolución y nivel)



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

7.2. Contexto Doméstico por el lado de la Oferta

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

Las últimas estimaciones del Ministerio de Agricultura y Ganadería (MAG) de la campaña agrícola 2012/2013, confirman importantes aumentos en los rendimientos de los principales cultivos, tales como, soja, maíz, mandioca, poroto, entre otros.

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

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

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

entre otros.

Por su parte, para el sector de las Construcciones se espera un fuerte crecimiento, asociado principalmente a la ejecución de obras públicas y privadas.

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

Cuadro 9: Crecimiento por Sectores Económicos - Incluye Binacionales (%)

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

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

(*) Cifras preliminares

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

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

servicios a los hogares y de los servicios gubernamentales.

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

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

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

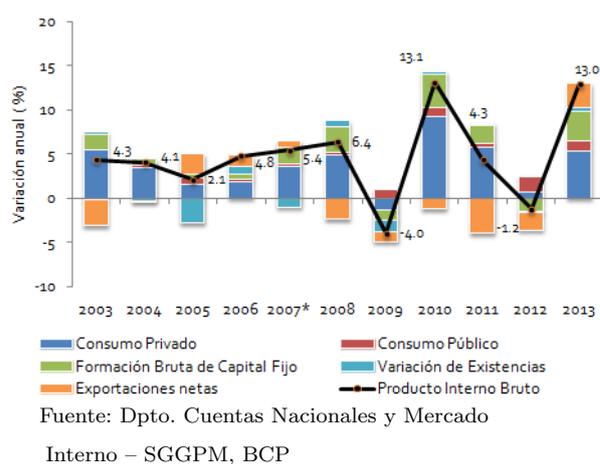
7.3. Contexto Doméstico por el lado de la Demanda

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

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

Igualmente, se espera mayores inversiones de empresarios paraguayos, motivados por la reactivación económica generada por los principales impulsores de nuestra economía, como son los sectores agropecuarios, algunos sectores manufactureros, el comercio y otros servicios.

Figura 20: PIB Real: Evolución de los Componentes por el Lado de la Demanda - Incluye Binacionales (Variación porcentual anual)



De esta forma se observa un comportamiento positivo en la demanda externa, producto de un aumento en las ventas externas, principalmente por un fuerte repunte en el

volumen de nuestros principales productos de exportación, soja y carne vacuna.

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

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

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

A pesar de la gran expansión que muestra la economía en términos de producción e ingreso, los agentes económicos siguen mostrando un comportamiento más frugal, ya que el crecimiento del consumo privado continúa mostrando un dinamismo inferior a lo esperado. De continuar este comportamiento, no se observarían presiones de demanda que puedan poner en riesgo la inflación futura, ni desequilibrios en las cuentas externas.

En este sentido, el superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos para el 2013, se proyecta en 1,5% del PIB, que

con un déficit del sector público en torno al 1,6% reflejando inequívocamente un saldo de ahorro neto positivo para el sector privado. Así, dicho superávit estaría explicado por tres elementos:

- Suavización del consumo por efecto de la volatilidad del crecimiento y del ingreso.
- Incremento de la producción y el ingreso que no tiene un efecto derrame hacia todos los demás sectores de la economía.
- Una relativa depreciación del tipo de cambio real, que abarata levemente los bienes nacionales en el exterior, lo que provoca un aumento de la demanda extranjera de bienes locales y, por lo tanto, un aumento de las exportaciones. Asimismo las importaciones crecen menos debido al mismo efecto cambiario, esto es, se encarecen relativamente los bienes extranjeros en Paraguay, lo que genera un desplazamiento de la demanda nacional hacia los bienes interiores y un menor ímpetu en las importaciones.

8. Política Monetaria

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

En ésta dirección, la política monetaria durante el primer semestre del año 2013 estuvo enmarcada dentro del esquema de metas de inflación (EMI). Por lo tanto, todas las medidas implementadas estuvieron condicionadas por las proyecciones de la tasa de

inflación y los posibles desvíos respecto a la meta (5%) anunciada para el horizonte de política monetaria

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

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

Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria en Paraguay: Un Análisis VAR Estructural*

Es bien sabido que pueden existir retrasos significativos entre una acción de política monetaria y las respuestas posteriores en la economía, la comprensión del mecanismo de transmisión es de primordial importancia para conducir la política monetaria.

Este trabajo de investigación tuvo como objetivo recoger evidencia empírica sobre el mecanismo de transmisión de la política monetaria en Paraguay, para ello se recurrió a la utilización del análisis de las funciones de impulso-respuesta de un modelo de Vectores Autorregresivos Estructural (SVAR) con una estrategia de identificación de restricciones de corto plazo, el cual es llevado a cabo suponiendo shocks de política

monetaria a través de la tasa de rendimientos de más corto plazo de los Instrumentos de Regulación Monetaria (IRM) del Banco Central del Paraguay (BCP) y un agregado monetario seleccionado.

La metodología de los modelos VAR tiene ventajas aunque también se le señalan algunas limitaciones, por lo que los resultados empíricos deben considerarse como indicadores de la dirección más que de la magnitud específica de los efectos en las variables.

En los modelos SVAR estimados se incluyeron entre otras las siguientes variables: la brecha del producto, que representa una ecuación IS o de demanda agregada, la inflación, que representa una curva de Phillips o de oferta agregada, el tipo de cambio real, el cual resulta ser relevante en economías pequeñas y abiertas como la paraguaya, un agregado monetario que representa el equilibrio del mercado monetario y la tasa de interés de política monetaria, la cual fue evaluada para comprobar su eficacia como instrumento de política monetaria del BCP. Se pudo comprobar a través del análisis de impulso-respuesta que los resultados de la estimación del SVAR con restricciones de corto plazo son consistentes con la teoría económica.

El periodo de estudio fue de 1994 a 2012, con información trimestral. Para identificar el mecanismo de transmisión de la política monetaria fueron estimados una variedad de modelos SVAR con diferentes variables macroeconómicas, se utilizaron diferentes definiciones de estas y distintos ordenamientos. La brecha del producto (YGAP) se calculó como la diferencia entre el Producto Interno Bruto (PIB) trimestral y su nivel tendencial obtenido aplicando el filtro de Hodrick-Presscot (HP). Para la inflación (INFL), se utilizó la variación trimestral anualizada del Índice de Precios al Consumidor (IPC), lo cual es congruente con la variable meta de inflación que el BCP anuncia en su propuesta de política monetaria anual. La serie del tipo de cambio real (ZI) corresponde a la variación trimestral anualizada del índice del tipo de cambio real bilateral guaraníes-dólar, el cual sigue la metodología donde un incremento en el índice de tipo de cambio real significa una depreciación cambiaria real. Asimismo, la tasa de interés de política monetaria (INTR) utilizada en los diferentes modelos corresponde a la tasa de menor plazo de los IRM. Por último, la variación trimestral anualizada del agregado monetario M2 (VM2) representa el agregado monetario relevante para el seguimiento de la política monetaria en los modelos estimados.

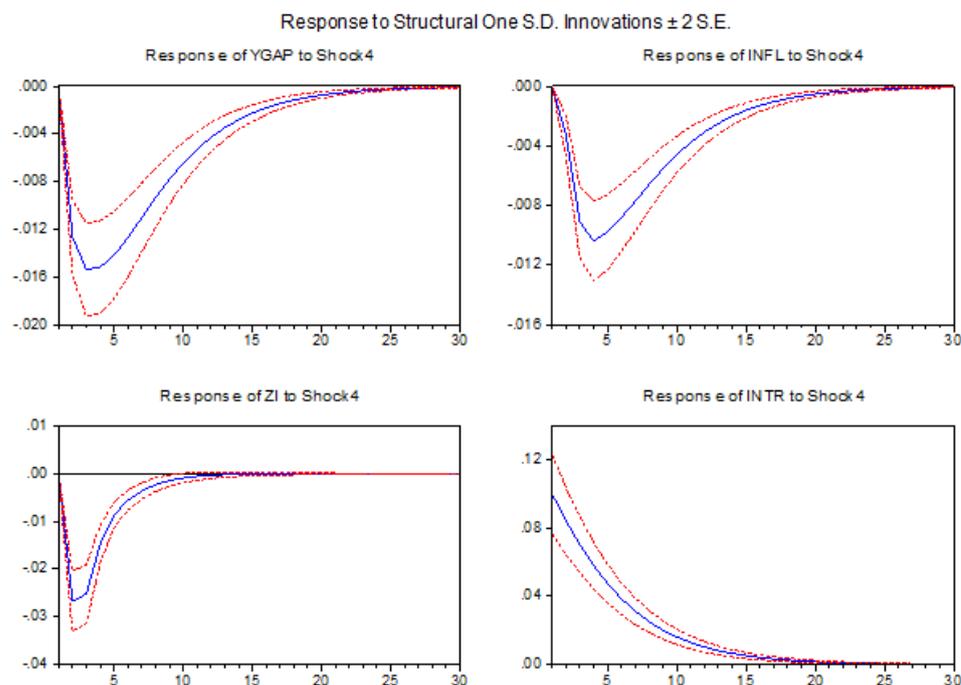
Se analizó con mayor detenimiento el periodo comprendido entre el primer trimestre de 2004 y el cuarto trimestre de 2012, ya que en este periodo el BCP fue implementando y modernizando sus instrumentos operativos poniendo como objetivo una inflación

con bandas de fluctuación.

La respuesta de la inflación ante un shock en la tasa de interés de política es negativa, y consistente teóricamente, produciéndose su efecto máximo después de cuarto trimestres, para desaparecer totalmente el efecto luego de transcurrido 20 trimestres, lo cual indica bastante persistencia. Por otra parte, se pudo apreciar que ante un shock de la tasa de interés de política, la respuesta de la brecha del producto es significativa y teóricamente consistente, tiene una duración de unos 24 trimestres y su efecto máximo se produce al tercer trimestre.

Con un shock de tasa de interés, se observa que el tipo de cambio real tiene una apreciación que es consistente con la teoría económica, alcanzando la máxima apreciación en el segundo trimestre y desapareciendo el efecto del shock luego de diez trimestres.

Funciones de impulso respuesta de SVAR periodo 2004-2012 Shock 4 = Shock en la tasa de interés de política monetaria (INTR)

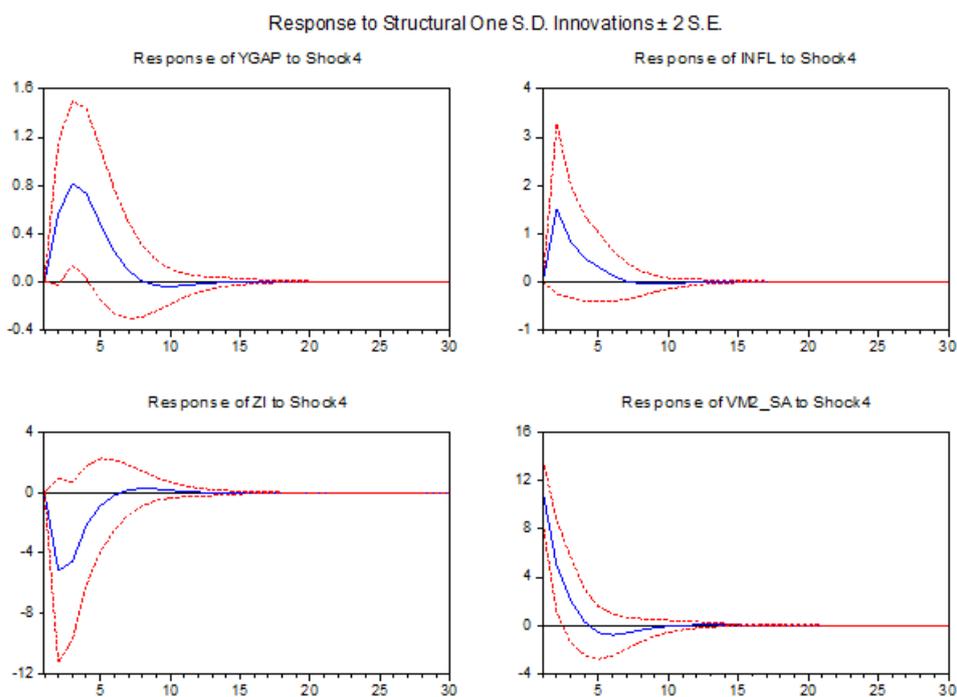


Fuente: Cálculo de los autores.

En lo que respecta a un shock monetario positivo en el M2, la respuesta de la inflación es positiva, se genera con un trimestre de rezago y desaparece totalmente después de siete trimestres, indicando una menor persistencia comparado con el shock en la tasa de interés. Asimismo, la respuesta de la brecha del producto es positiva como señala la teoría, pero estadísticamente no significativa.

Finalmente, se puede observar que ante un shock monetario, el tipo de cambio real se apreciará a partir del segundo trimestre y tendrá una duración de un año y medio aproximadamente.

Funciones de impulso respuesta de SVAR periodo 2004-2012 Shock 4 = Shock en la emisión monetaria M2 (VM2)



*Trabajo de investigación en proceso de publicación.

8.1. Orientación Actual e Implementación de la Política Monetaria

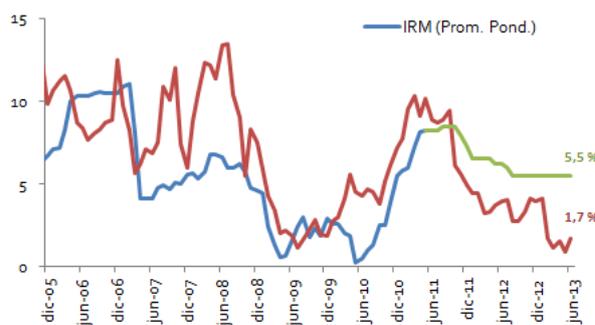
A lo largo del primer semestre del presente año, el escenario macroeconómico que enfrentó la economía paraguaya no dista mucho de lo mencionado en el IPM publicado al segundo semestre del año 2012, en el sentido de que a nivel internacional continúa observándose un débil y lento crecimiento de la economía global, a pesar de que las

economías avanzadas lograron reducir ciertos riesgos como por ejemplo el deterioro fiscal de Estados Unidos. Por su parte, en las economías emergentes y en desarrollo se observa un moderado crecimiento por debajo de lo esperado, debido a un débil crecimiento de la demanda externa.

En el ámbito nacional, se ha confirmado la expansión del producto y la recuperación de la demanda interna al primer semestre del presente año de acuerdo a lo esperado. Aunque la inflación total y la subyacente se

mantuvieron a lo largo del semestre por debajo de la meta (5%), pero se espera que en los próximos meses vuelva a los rangos de tolerancia. Por otra parte, el Directorio del BCP mantuvo invariable la tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,5% a partir de agosto del 2012, señalando que cambios futuros de la misma dependerán de las condiciones macroeconómicas externas e internas sobre las perspectivas de inflación.

Figura 21: Tasa promedio ponderado de IRM, Tasa de Política Monetaria e Inflación (%)



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

8.2. Implementación de la Política Monetaria

La inflación se mantuvo por debajo de la meta (5%) durante todo el primer semestre del año 2013, incluso situándose por debajo del límite inferior de tolerancia, aprobado en el programa monetario bajo el esquema de metas de inflación para el año 2013. Dado este escenario, y ante la recuperación de la economía observada al primer trimestre por encima de su potencial y ante la ausencia de presiones inflacionarias, el Directorio

del BCP decidió mantener invariable la tasa de interés de política monetaria en los últimos diez meses (a partir de agosto del año 2012). Así, la Tasa de Política Monetaria (TPM) al término del primer semestre fue de 5,5%.

8.3. Instrumentos de Regulación Monetaria

Los instrumentos de regulación monetaria del BCP los componen las Letras de Regulación Monetaria (LRM) y la Facilidad de Depósitos Diarios. Estos instrumentos, que son emitidos al vencimiento en forma trimestral, rinden una tasa de interés que depende de las condiciones de liquidez del mercado y del objetivo de política monetaria prevaleciente. Los plazos de colocación de las LRM actualmente son: de corto plazo (entre 15 y 200 días), mediano plazo (entre 201 y 350 días) y largo plazo (más de 350 días). La ventanilla o facilidad permanente de depósitos se implementó para establecer un límite inferior al corredor de tasas, que permita alinear la tasa de interés interbancaria con la tasa objetivo de política monetaria, contrayendo la liquidez excedentaria del día de las entidades financieras. Desde la implementación de este instrumento en abril del 2013, el volumen de depósitos ascendió a 2,2 billones. Este elevado monto responde a una liquidez estructural que debería ir reduciéndose a medida que dicho monto se coloque a lo largo de la curva de tasas. Por la colocación en este instrumento, las entidades financieras reciben actual-

mente una tasa de interés de 4,5 % anual.

En cuanto a las LRM, el volumen de colocación al primer semestre de 2013 fue de G 6 billones, en tanto que al primer semestre del año anterior el mismo alcanzó un nivel de G 4,6 billones, representando una variación interanual de 32,6 %. El costo en términos de tasa de interés al mes de junio fue de 5,54 % (promedio ponderado).

El saldo de los IRM colocados en el primer semestre del 2013, aumentó de G 4,6 billones en junio de 2012 a G 8,3 billones al cierre del primer semestre del 2013. El importante aumento de los IRM se debió principalmente a la introducción de la ventanilla permanente de depósitos, representando una variación en torno al 80 %.

Figura 22: Instrumentos de Regulación Monetaria (Promedio ponderado, %)



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

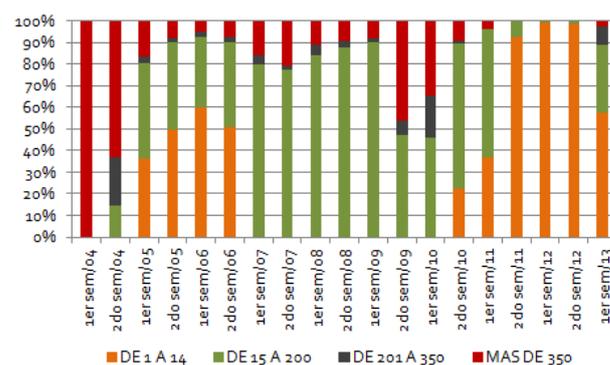
La tasa promedio ponderado de los instrumentos de regulación monetaria del BCP al primer semestre del 2013, cerró con 5,1 % (ver gráfico), inferior a la registrada al final del semestre del año anterior que fue de 6,3 %.

El perfil de las colocaciones cambió en el

primer semestre del 2013 comparado al perfil del semestre pasado. La mayoría de las colocaciones se siguen haciendo a muy corto plazo, aunque en este semestre también se realizó colocaciones de LRM a mediano y largo plazo como puede observarse en el gráfico. Eso demuestra una mayor confianza en el sistema, debido a la recuperación de la actividad económica en Paraguay en lo que va del año. Además, los indicadores de demanda externa y las condiciones financieras en términos de tasa de interés y de movimientos de capitales son favorables.

El perfil de este semestre se define de la siguiente manera: 57 % de las LRM se colocaron a plazo inmediato, 32 % a corto plazo, 8 % a mediano plazo y 3 % a largo plazo. Al primer semestre del año anterior, 99,2 % de las LRM se colocaron a plazo inmediato.

Figura 23: Evolución del Perfil de las Colocaciones según Plazos (Días)



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

8.4. Corredor de Tasas de Interés

A partir de abril del presente año, se implementó la modificación del corredor de tasas de interés del BCP, conformado por una tasa overnight, que funge como la tasa de política monetaria referencial (TPM), una tasa de facilidad de crédito (FLIR) que representa el techo del corredor (100 p.b. por encima de la TPM), similar a una tasa Lombard y una facilidad de depósitos diarios que viene a ser el piso del corredor (100 p.b. por debajo de la TPM) entre los cuales debe fluctuar la tasa de interés interbancaria.

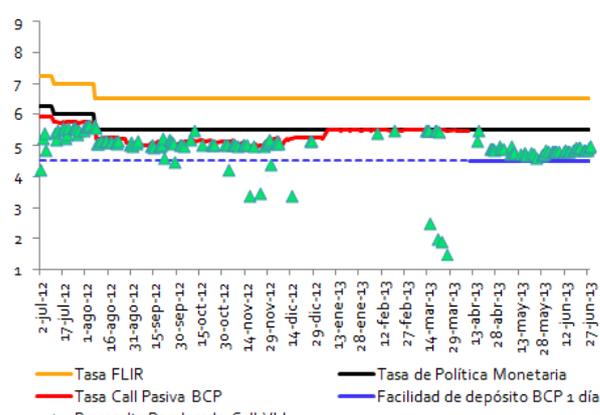
Esta ventanilla de depósitos reemplazó al denominado “call pasivo” que cumplía prácticamente la misma función que el nuevo instrumento, pero a diferencia de éste, el call pasivo se determinaba por medio de una subasta en base a una proyección de liquidez diaria realizada por la Gerencia de Mercado.

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

Entonces, con el objetivo de influir en la tasa interbancaria, el BCP realiza subasta semanal de Letras de Regulación Monetaria y habilita la ventanilla de depósitos diarios, de manera tal que la tasa de interés interbancaria se sitúe en torno a la

TPM referencial. La tasa interbancaria está representada por el promedio ponderado de las tasas de préstamos interbancarios en guaraníes y por la Ventanilla de Liquidez Interbancaria (VLI).

Figura 24: Corredor de Tasas de Interés (%)



Fuente: Dpto. de Estudios Monetarios

y Financieros – SGGPM, BCP

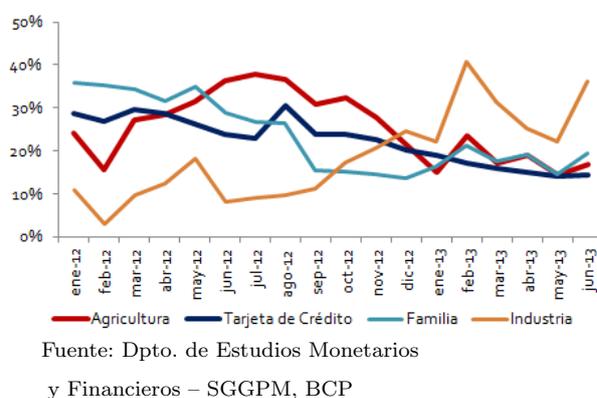
En el gráfico anterior se observa que, a partir de la entrada en vigencia del corredor de tasas de interés, la tasa interbancaria inició un proceso de menor volatilidad acercándose a la tasa de política monetaria (TPM), sin embargo, debido al exceso de liquidez estructural, la misma se mantiene muy próximo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

8.5. Condiciones Crediticias

Al primer semestre del año 2013, el entorno crediticio del sistema financiero paraguayo ha mostrado un crecimiento moderado, en

especial si lo comparamos con el primer semestre del 2012. Asimismo, al analizar las tasas de comportamiento del crédito de forma desagregada se puede observar que el sector agrícola e industria crecieron en términos interanuales 16,7% y 36,1% respectivamente. Por otra parte, las Tarjetas de Crédito presentan una tendencia decreciente, siendo la tasa de variación interanual al mes de junio de 14,4%.

Figura 25: Créditos por Sectores Económicos (Variación interanual)



Las estimación de crecimiento del Producto Interno Bruto para el año 2013 es del 13%, lo que debería verse reflejado también en un aumento del crédito, sin embargo al primer semestre se observa una evolución moderada (13,9%) del mismo, lo cual podría ser explicado por las expectativas generadas por el proceso eleccionario, la suavización intertemporal del consumo y no como consecuencia de una baja competitividad de las tasas de interés.

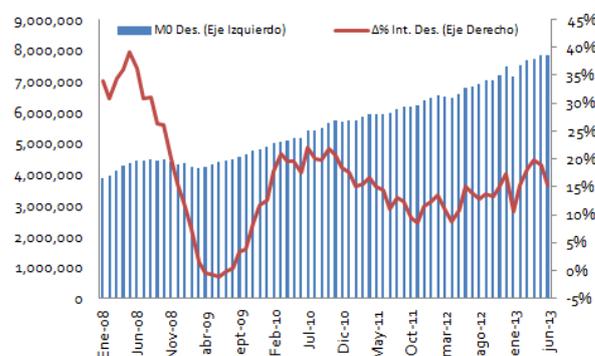
En cuanto a las condiciones financieras del crédito de la banca local para el sector privado no se observó cambios significativos en el primer semestre del presente año con

respecto al final del año 2012, a excepción de la tasa de interés del crédito para consumo que presentó un leve incremento de 1,67%.

8.6. Dinero Primario y Liquidez

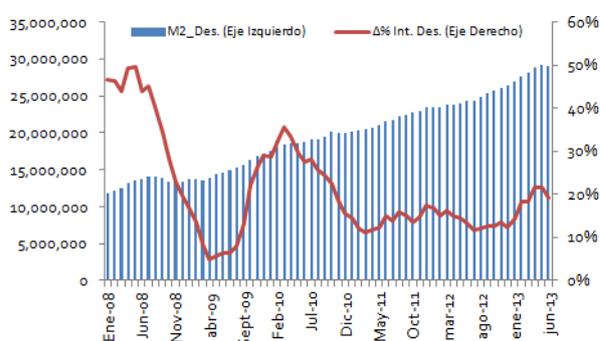
Durante el primer semestre del año 2013 ha aumentado el ritmo de crecimiento de la liquidez primaria, lo cual responde al carácter expansivo que tuvo la política monetaria en relación al primer semestre del año anterior, esto es coherente con la recuperación de la economía paraguaya observada en los indicadores adelantados.

Figura 26: M0 Desestacionalizado y Variación Interanual (Mill. de Gs.)



En términos interanuales, durante el primer semestre del año 2013, el crecimiento de la liquidez primaria fue del 16,3% en promedio, cifra superior al promedio del 11,9% registrado durante el primer semestre del año 2012.

Figura 27: Liquidez Total Desestacionalizada y Variación Interanual (Mill. de Gs.)

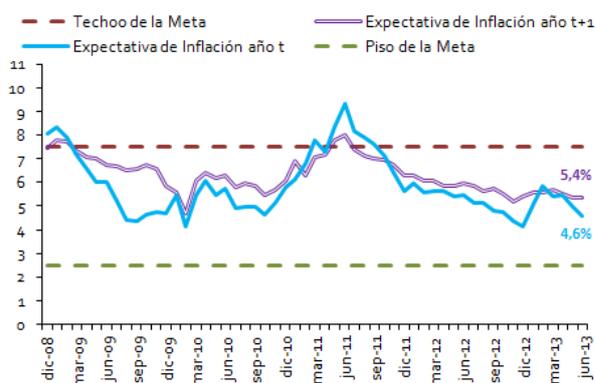


Fuente: Dpto. de Estudios Monetarios
y Financieros – SGGPM, BCP

8.7. Expectativas de Variables Económicas

De acuerdo a la encuesta de Expectativas de Variables Económicas (EVE) que el BCP realiza mensualmente, se observa que las expectativas de inflación para el año 2013, se redujeron desde el inicio del año para que al final del primer semestre de 2013 se sitúe en 4,6 %.

Figura 28: Expectativas de Inflación (%)



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

En lo que se refiere a las expectativas de inflación para el año 2014, las mismas dis-

minuyeron desde 5,6 % en enero a 5,4 % en junio del 2013, con lo que las expectativas se encuentran alineadas a la meta de inflación (5 %).

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

8.8. Reservas Internacionales

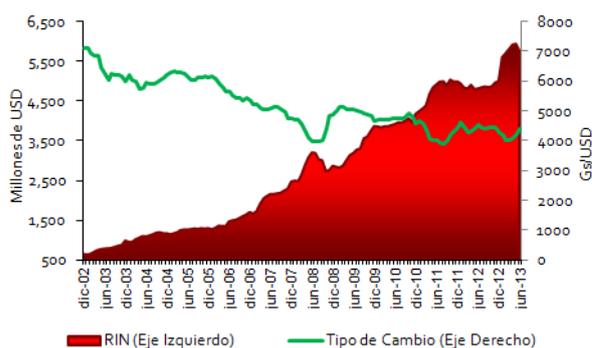
Un indicador económico importante de solidez, lo constituye el nivel de reservas internacionales (RIN) de un país, el cual el banco central utiliza como instrumento respaldatorio contra ataques especulativos que pudieran surgir para desestabilizar la moneda local. Mantener un nivel adecuado de reservas internacionales resulta positivo para el país, desde el punto de vista de la defensa y resguardo que se dará a la moneda local. Resulta difícil administrar desequilibrios y shocks, tanto internos como externos, mostrando vulnerabilidad en el nivel de reservas monetarias, situación en la que no se encuentra el Paraguay, dado su alto nivel de reservas.

Al primer trimestre del 2013 las reservas internacionales alcanzaron montos sin precedentes, debido principalmente a la emisión de bonos soberanos por USD 500 millones en el mercado internacional y a las compras

realizadas por el BCP en el mercado local ante el influjo de divisas provenientes de las entidades binacionales. Así, a marzo de este año, las reservas ascendieron a USD 5.793,1 millones.

Al final del primer semestre, la acumulación de reservas se revirtió, debido principalmente a la mayor demanda por la divisa norteamericana y por el anuncio realizado por el Presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) de reducir los estímulos monetarios, lo que generó mayor volatilidad del tipo de cambio nominal sobre todo en los meses de mayo y junio. Ante este escenario, el BCP empezó un plan de desacumulación de reservas de manera a reducir la vulnerabilidad de la economía local ante este tipo de eventos, por lo que las reservas al mes de junio totalizaron USD 5.758,8 millones.

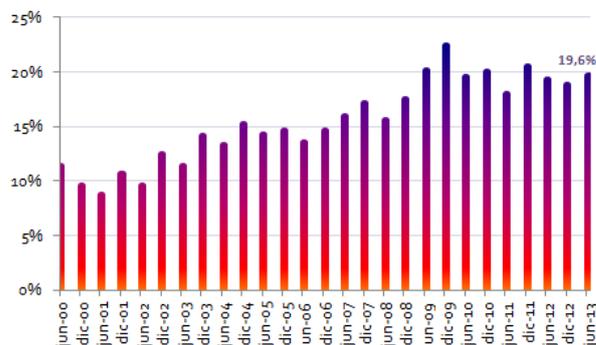
Figura 29: Reservas Internacionales Netas (RIN)



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

Al observar el nivel de RIN con el Producto Interno Bruto (PIB), este ratio alcanzó un nivel de 19,6% al primer semestre del 2013, similar al ratio observado al mes de

Figura 30: RIN (% del PIB)



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

junio de 2013 que fue de 19,3%. De esta manera, el nivel de reservas cubre ocho veces la deuda externa de corto plazo y respalda el 90,6% del total de depósitos en moneda local del sector privado en el sistema bancario.

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

Durante este semestre, para suavizar las oscilaciones del tipo de cambio, el BCP desacumuló RIN por un total de USD 118 millones con el sistema financiero, exacerbándose en los dos últimos meses.

En el marco de la coyuntura prevista para el resto del 2013 la tendencia muestra que el tipo de cambio nominal del guaraní respecto al dólar, podría mantenerse en torno a los niveles actuales en los próximos meses, aunque no se descarta suaves oscilaciones del mismo.

En cuanto a las principales monedas de la

región, todas las divisas dentro de la canasta de monedas cerraron el primer semestre del 2013 con la misma tendencia a la depreciación, como se puede observar en el siguiente gráfico.

Figura 31: Tipo de Cambio Nominal y Compras Netas de Divisas a Bancos Privados

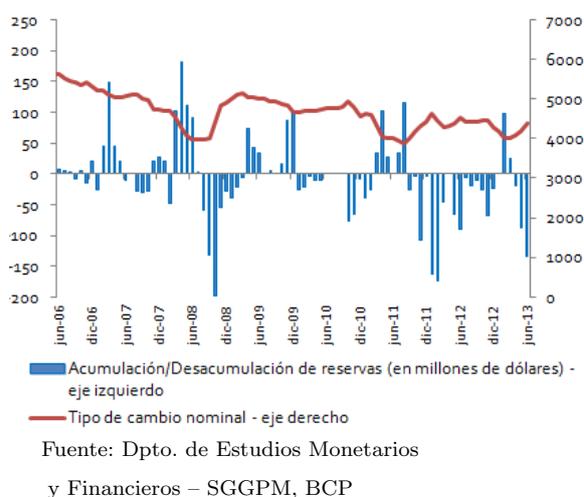
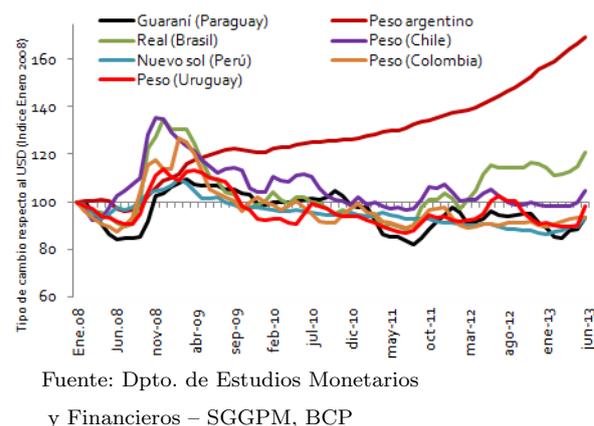


Figura 32: Índice de Tipo de Cambio - Principales Países de la Región



Se ha observado una reacción relativamente importante en los tipos de cambio de los países emergentes y en desarrollo con relación al Dólar Norteamericano, fenómeno

que se reflejó en la canasta de monedas. Este comportamiento es coherente con la comunicación de la Reserva Federal de Estados Unidos de reducir gradualmente la expansión monetaria en ese país lo que generó una reacción de los mercados financieros internacionales.

Por otro lado, las operaciones de divisas a término (operaciones forward) se encuentran en sus etapas iniciales y constituyen un avance importante. Este instrumento financiero despierta un creciente interés de parte de los agentes económicos, quienes paulatinamente están accediendo a este mecanismo de previsión para operaciones de comercio exterior, atendiendo que el mercado de cambios en Paraguay es libre y fluctuante. En efecto, el esquema de política monetaria implementado por el BCP es el denominado metas de inflación, siendo el tipo de cambio una variable que se ajusta a los fundamentos del mercado.

Al mes de junio, el monto transado en el mercado forward alcanzó un nivel de USD 22,3 millones de venta y USD 10,6 millones de compra. En este mes, los importadores son los que están utilizando en mayor medida este mecanismo, conforme a las operaciones pactadas. Sin embargo, se observa que en el primer trimestre del 2013 las operaciones de compras han sido significativas, además los plazos de las operaciones mayores de 180 días constituyeron más del 32 %, lo que podría explicar el motivo por el cual los siguientes meses se presentan operaciones menores.