

I-2011

Informe de Política Monetaria

Banco Central del Paraguay



PRÓLOGO

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

Para cumplir con los objetivos asignados, el BCP instrumenta la política monetaria en dos frentes: por un lado, controlando la tasa de interés, o el costo del dinero, en una perspectiva de corto plazo; y por otro lado, controlando la oferta o la disponibilidad monetaria, con visión de mediano plazo. Estas estrategias tienen como propósito influir en el desempeño de un conjunto de variables intermedias, para finalmente ejercer influencia sobre la trayectoria de la inflación, que a su vez deberá servir de marco para lograr el crecimiento con estabilidad de la economía a largo plazo.

Tradicionalmente, la política monetaria del BCP estuvo centrada 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 Banco Central del Paraguay.

En este sentido, los múltiples choques que han afectado a la economía en el pasado, generando inestabilidad en la demanda de dinero y afectando con ello un prerrequisito fundamental para la optimización de la política monetaria a través del control de

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

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

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

Con este propósito, el BCP realizó avances considerables que facilitarán la adopción del nuevo enfoque. Asimismo, y tras un diagnóstico de las principales debilidades y fortalezas para la implementación del nuevo esquema de política monetaria, llevó a cabo una serie de actividades tendientes a allanar el camino para su adopción.

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

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

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

En cuarto lugar, se ha establecido elaborar un Informe de Política Monetaria, que tendrá una frecuencia semestral y será publicado en el mes de setiembre y en marzo.

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

Finalmente, el BCP ha introducido mejoras en la comunicación institucional, ha fortalecido las capacidades técnicas de las áreas involucradas, ha adecuado las disposiciones normativas para el mercado

financiero y monetario, y está procediendo a la modernización legal y tecnológica del sistema de pagos. Todos estos desarrollos apuntan a una optimización de la política monetaria de la banca central.

*Directorio del Banco Central del
Paraguay*

ÍNDICE

PRÓLOGO.....	2
ÍNDICE.....	4
RESUMEN.....	5
I. PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN.....	8
II. INFLACIÓN.....	12
III. ENTORNO INTERNACIONAL Y REGIONAL.....	16
IV. DEMANDA Y ACTIVIDAD.....	21
V. SECTOR EXTERNO.....	24
VI. FINANZAS PÚBLICAS.....	28
VII. POLÍTICA MONETARIA.....	32

RESUMEN

En el primer semestre del año continúa la lenta recuperación de la actividad económica global, observándose distintas dinámicas en las diferentes regiones económicas del mundo. Así, el dinamismo de la actividad económica a nivel global está lejos de la consolidación, ya que se han incrementado en el primer semestre las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda de algunos países de la zona del euro y la pérdida de confianza que están experimentando gran parte de las economías más importantes del mundo.

Por otro lado, persisten los niveles bajos de tasa de interés a nivel mundial, que permite un financiamiento a bajo costo, pero en contrapartida los países emergentes estuvieron experimentando una importante presión hacia la apreciación cambiaria, como consecuencia de los mayores in-flujos de capitales financieros en su afán de obtener mayores retornos.

En términos regionales, se han mejorado las proyecciones de crecimiento para América Latina para este año y el 2012, sustentado en el dinamismo de la demanda interna y los altos precios de los commodities. Sin embargo, estos hechos empiezan a ejercer presión sobre la dinámica de los precios, por lo que las principales medidas apuntan al retiro de los estímulos que se habían implementado durante la crisis financiera.

En el Paraguay, la estimación de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) después de la segunda revisión en el

año 2011 está en un 4%. La mayor actividad económica estará sustentada en un aumento de la producción de los principales cultivos agrícolas y un buen desempeño del sector terciario (comercio, transportes, comunicaciones y gobierno general).

Por el lado del gasto, se sigue observando un importante dinamismo de la demanda interna en sus componentes de consumo final e inversión, especialmente compras de bienes duraderos por parte de los hogares y adquisición de maquinarias y equipos por parte de las empresas. La apreciación del tipo de cambio nominal sería uno de los factores más importantes en explicar esta dinámica, especialmente para el consumo privado.

En cuanto a la demanda externa, durante el primer semestre del año se observa un mayor aumento de las importaciones relativo a las exportaciones, registrándose un déficit en la demanda externa neta. No obstante, se espera que el déficit señalado pueda atenuarse al aumentar las exportaciones de rubros agrícolas en el transcurso del año, considerando que la producción, especialmente de soja, fue mayor a la del año anterior. De esta manera se cerraría el año con un déficit en la cuenta corriente en torno al 2,6% del PIB, inferior al déficit del 4,7% del PIB registrado en el 2010.

El patrón de comportamiento de la inflación, sobre todo de la subyacente, ha

sido positivo desde mediados del año 2010 y se mantuvo a lo largo del primer semestre de 2011. Esto llevó a que la inflación en términos interanuales se ubique por encima del rango meta de referencia. En este contexto, el Banco Central del Paraguay pasó de una política monetaria expansiva, que caracterizó al periodo desde finales del 2008 al 2009, a raíz de la turbulencia financiera internacional, a una política monetaria más contractiva desde el segundo trimestre del año 2010.

En consecuencia, el BCP adoptó una serie de medidas tendientes a reducir el estímulo monetario a fin de que la inflación retorne al rango meta, y a la vez ir ordenando el mercado monetario de forma que el mecanismo de transmisión de la política monetaria sea más eficiente, dado el nuevo esquema adoptado.

Las medidas adoptadas fueron las siguientes:

- Aumentar gradualmente las tasas de interés promedio de los IRM's de 0,61% (abr-09) a 9,32% (jun-11).
- Se habilitó el plazo de 14 días para colocación de IRM's.
- Aumentó la frecuencia de colocaciones de los IRM's a una semana y a partir de marzo de 2011, en forma diaria.
- Se resolvió realizar subastas competitivas para los tramos 35, 63, 91 y 182 días, dos veces por semana.
- Se habilitó la Ventanilla de Liquidez Interbancaria (VLI).
- Se aumentó la tasa de encaje legal de 15% a 18% en MN y de 21% a 25% en ME en mayo de 2011.

Asimismo, con el objetivo de anclar las expectativas nominales y extender el plazo medio de los financiamientos corporativos muy afectados por las volatilidades del corto plazo, el BCP acordó un contrato marco para la realización de SWAPS de tasas de interés con la Corporación Financiera Internacional (IFC).

Como resultado, al primer semestre del año 2011 la inflación se ubicó en una tasa interanual del 8,8%, fuera del rango meta referencial (5% +/-2,5%), pero con una trayectoria decreciente en los dos últimos meses. Por su parte, la inflación subyacente (indicador que excluye los rubros volátiles de la canasta) registró una tasa interanual del 9,6%, mostrando igualmente una desaceleración en su evolución en los últimos tres meses.

Con las medidas actuales de política monetaria se observa una reversión de la inflación a partir del tercer trimestre del 2011, en línea con lo pronosticado en los meses previos, siendo las tasas actuales proyectadas inferiores a las registradas en simulaciones anteriores. La apreciación cambiaria, así como los incrementos de tasa de interés, están empezando a ejercer efecto sobre los precios, sobre todo en los bienes transables. Asimismo, se ha reducido en parte la presión de la demanda interna, aunque se mantiene una brecha positiva del producto.

Como resultado de la interacción del retiro del estímulo monetario y fenómenos exógenos que afectan a la inflación, la proyección pasiva de la tasa de inflación al cuarto trimestre del 2011 se ubica en torno al 6,3% y en 5,3% para fines de 2012. Las

proyecciones para el 2012 muestran que la inflación seguiría dentro del rango meta establecido por el BCP. Sin embargo, la inflación subyacente en el 2012 estaría más próxima al centro del rango meta (5,2%). Así, se debe tener en cuenta que la inflación subyacente responde más a los estímulos de la política monetaria y se corresponde con la tendencia de la inflación en el mediano y largo plazo.

En cuanto al balance de riesgos, los factores que podrían desviar a la tasa de inflación del escenario central para los dos últimos trimestres del año 2011, son:

- a) Los altos precios del petróleo y de los alimentos en el mercado internacional, podrían determinar la coyuntura inflacionaria no sólo en Paraguay sino también en la mayoría de los países y en especial en aquellos donde el componente de alimentos en la canasta es elevada.
- b) Las presiones externas sobre los precios domésticos de otros bienes no alimenticios, porque los países emergentes están mostrando un dinamismo considerable, especialmente los países asiáticos.
- c) Una apreciación en mayor cuantía del real brasileño podría seguir generando presiones

inflacionarias a través de los productos de la canasta de bienes del IPC importados desde el Brasil.

- d) Las presiones por el lado de la demanda agregada por el efecto arrastre, aunque se observa una reducción en la brecha del producto con respecto a los niveles observado en los trimestres anteriores.

Finalmente, se estima que las medidas de política monetaria implementadas generarán un efecto contractivo sobre la evolución de los precios, aunque los efectos finales se verán con rezago dado el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

I- PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN

Con las medidas actuales de política monetaria se observa una reversión de la inflación a partir del tercer trimestre, en línea con lo pronosticado en los meses previos, aunque las tasas actuales de proyección son inferiores a las registradas en simulaciones anteriores.

Los incrementos de tasa de interés, así como la apreciación cambiaria, están empezando a ejercer un efecto sobre los precios, especialmente por el lado de los bienes importados. Asimismo, se ha reducido en parte la presión por el lado de la demanda interna, aunque se mantiene una brecha positiva del producto.

Como resultado de la interacción del retiro del estímulo monetario por parte del banco central y variables exógenas que afectan a la inflación, se tiene que la proyección pasiva¹ de la tasa de inflación total, al cuarto trimestre del 2011 se ubicaría en torno al 6,3%. Según las proyecciones de la inflación en el escenario pasivo, la inflación se ubicaría dentro del rango meta durante el año 2012.

Para la inflación subyacente se espera, según las proyecciones, el mismo comportamiento de la inflación total, ubicándose próximo a 1% sobre el centro del

rango meta. En el 2012, convergería hacia el centro del rango meta, cerrando el mencionado periodo en 5,2%.

TABLA 1
PROYECCIONES DE INFLACIÓN

Periodo	Inflación total	Inflación Subyacente
2011 – Q4	6,26	6,21
2012 – Q1	5,03	4,87
2012 – Q2	4,74	4,48
2012 – Q3	4,81	4,64
2012 – Q4	5,31	5,17

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Es importante mencionar que la inflación subyacente responde más a los estímulos de la política monetaria y describe con mayor propiedad a la tendencia de la inflación.

Balance de Riesgos

El balance de riesgos para la inflación total y la inflación subyacente proyectada por el modelo, se representa en los Fan Chart.²

Los factores que podrían desviar a la tasa de inflación en el escenario central de pronóstico se relacionan con la mayor incertidumbre, especialmente del contexto externo. Así, las principales consideraciones

¹ El escenario central de pronósticos no es determinístico puesto que existen ámbitos que plantean incertidumbre, es decir, refleja las situaciones que se estiman tendrán una mayor probabilidad de ocurrencia con la información disponible al realizar las proyecciones.

² El término Fan Chart lo popularizó el Banco Central de Inglaterra, que lo viene publicando desde 1977 en su informe de Inflación (Julio, Juan Manuel, Banco de la República, Colombia 2006) y consiste en una técnica para transmitir el grado en el que el pronóstico de inflación está sujeto a la incertidumbre respecto del estado y la estructura de la economía, que en ambos casos pueden causar errores de pronóstico.

dentro del escenario de proyección de la inflación se pueden sintetizar en los siguientes puntos:

a) Se observa una desaceleración de la inflación a partir del cuarto trimestre de 2011, consistente con el retiro de los estímulos fiscales y monetarios que se habían implementado especialmente durante la crisis financiera. Es importante recordar que la política monetaria actúa con rezagos y por ende el efecto final recién se estaría disipando durante el 2012.

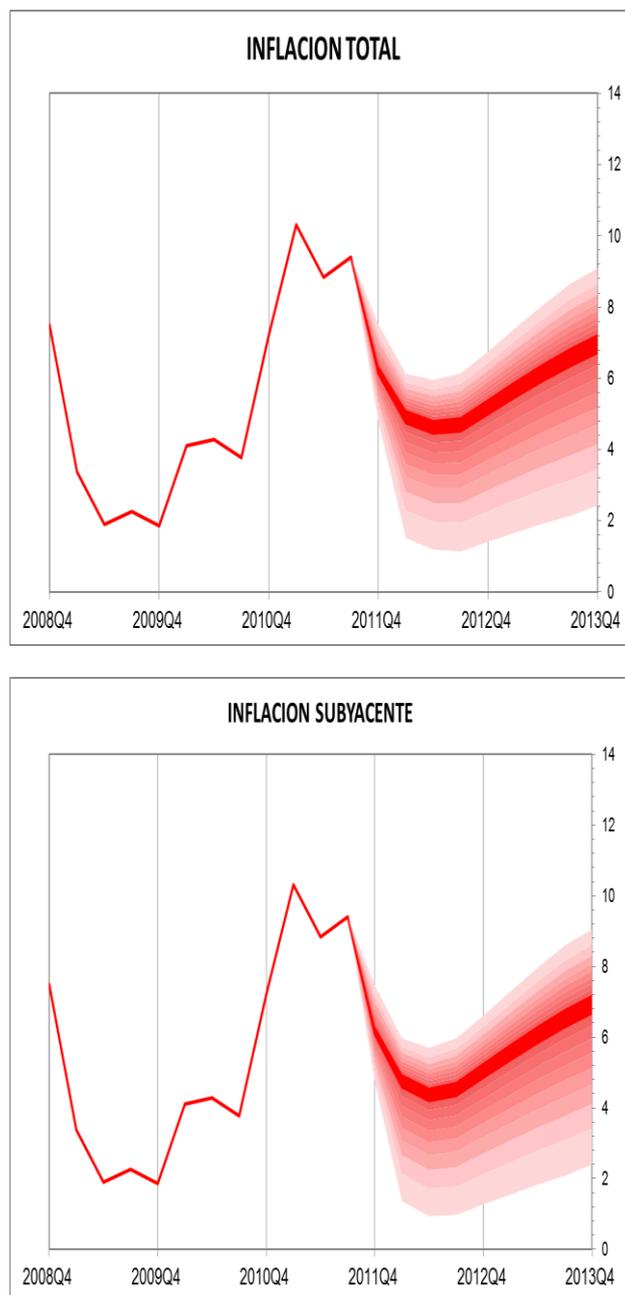
b) El tipo de cambio se ha estabilizado, pero se observa cierta amenaza de depreciación si el tipo de cambio nominal de Brasil se mantiene en alza. Un tipo de cambio más depreciado, indefectiblemente se traslada al precio, a un ritmo mayor que los otros mecanismos de transmisión.

c) Después de haber observado un pico histórico en el nivel de actividad económica, en los últimos trimestres se ha observado una convergencia del ritmo de crecimiento de la economía hacia su tasa de crecimiento potencial, por lo que se espera un cierre paulatino de la brecha del producto y con ello, una menor presión de la demanda agregada sobre la trayectoria de la inflación.

Finalmente, en el escenario pasivo no se observa factores en el corto plazo que pueda quebrantar la trayectoria de crecimiento de los precios. No obstante, variables nominales como el tipo de cambio, es difícil de pronosticar dada su volatilidad. Además, persiste el riesgo de carácter financiero en el mercado internacional, cuyo hecho incorporaría mayor volatilidad al mercado financiero y

por ende podría generar efectos en la trayectoria de inflación en los países.

GRÁFICO 1
FAN CHART DE LA INFLACIÓN TOTAL Y SUBYACENTE



Fuente: Banco Central del Paraguay.

MODELO DE PROYECCIONES DEL BCP

El Banco Central del Paraguay (BCP) ha desarrollado modelos económicos cuantitativos que pretenden representar en forma simplificada la estructura económica y su funcionamiento, con el objetivo de que estos modelos ayuden a guiar el debate de la política monetaria y constituyan una herramienta útil para la toma de decisiones.

El modelo central de proyección y de modelación del mecanismo de transmisión de la política monetaria utilizado por el BCP es el denominado Modelo de Consistencia Macroeconómica (MCM), el cual está desarrollado sobre la base de un modelo dinámico de equilibrio general adaptado a una economía pequeña y abierta. El mismo está fundado sobre la teoría Neo-keynesiana de rigidez en precio, lo cual implica que en el corto plazo la política monetaria puede tener un efecto sobre las variables reales de la economía. Se estima en brechas con respecto a sus valores de equilibrio e incorpora expectativas racionales y adaptativas en el proceso de la toma de decisiones de los agentes económicos.

Los modelos desarrollados están basados sobre el supuesto de las rigideces nominales y por sobre todo en el rol de la demanda agregada en la determinación del nivel de producción en el corto plazo. Las ecuaciones en estos modelos se estiman en brechas, para lo cual es necesario estimar ecuaciones auxiliares que puedan definir la trayectoria de largo plazo. En las estimaciones se incorporan tanto los componentes rezagados y adelantados de las variables estudiadas.

El modelo tiene también como objetivo proveer pronósticos más estructurados, ayudando así a describir un "relato" consistente y a explicar las implicancias políticas de diferentes shocks exógenos y la correspondiente trayectoria de la tasa de política monetaria. Asimismo, se destaca su rol de proveer un marco adecuado para la evaluación de escenarios alternativos de riesgo.

El MCM es un modelo trimestral simple, lineal en logaritmos y expresa cada variable en términos de desviación respecto del equilibrio, en otras palabras, en términos de brecha. Actualmente cuenta con 33 ecuaciones de las cuales 5 son endógenas, 19 son identidades y 9 auxiliares. Por otro lado, se han calibrado 23 parámetros y asignado 6 valores de estado estacionario.

A pesar de que el modelo no está basado en fundamentos microeconómicos, es estructural porque muchas de sus ecuaciones tienen interpretación económica, esto es, la causalidad y la identificación no se cuestionan. Las intervenciones de las políticas se reflejan en cambios en parámetros o como shocks, y su influencia puede analizarse mediante el examen de los cambios correspondientes en los resultados del modelo. Además, es de equilibrio general porque las principales variables de interés son endógenas y dependen unas de las otras. Finalmente es estocástico porque los shocks aleatorios afectan a cada una de las endógenas e incorpora expectativas racionales, pues no hay manera de engañar en forma constante a los agentes económicos (Berg, Karam y Laxton, 2006).

MODELO DE PROYECCIONES DEL BCP

En su estructura básica el MCM cuenta con:

1. Una ecuación o curva IS, la cual determina la dinámica de la brecha del producto al vincular el nivel de actividad real con su rezago, su nivel esperado, la brecha de tasa de interés real, la brecha del tipo de cambio real y la brecha de producto externo.
2. Una curva de Philips de corto plazo, que vincula la inflación con la inflación pasada y la esperada, la brecha de producción y la brecha del tipo de cambio.
3. Una condición de paridad descubierta de tasa de interés para el tipo de cambio nominal, con margen para expectativas retrospectivas.
4. Una regla, tipo Taylor, para fijar la tasa de interés utilizada como instrumento de política monetaria, que además de buscar suavizar la tasa en el tiempo, incorpora dentro de la ecuación a la brecha de producción y al desvío de la inflación esperada respecto a la meta.

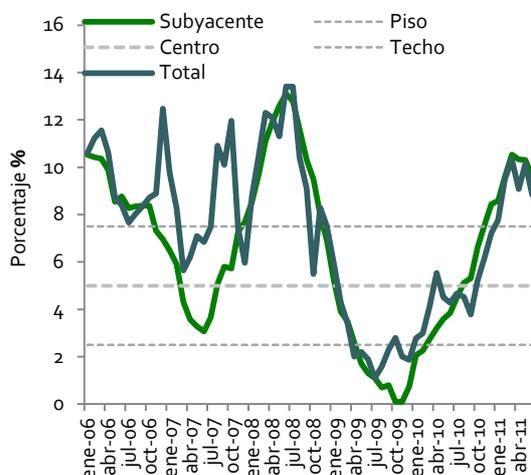
II- INFLACIÓN

Al final del primer semestre del año 2011 la inflación doméstica se situó en un tasa interanual del 8,8%, fuera del rango meta referencial (5% +/-2,5%), pero con una trayectoria decreciente en los dos últimos meses. Por su parte, la inflación subyacente (indicador que excluye los rubros volátiles de la canasta) registró una tasa interanual del 9,6%, mostrando igualmente una desaceleración en su evolución en los últimos tres meses.

Después de casi tres años de mantenerse en niveles de un dígito, los precios domésticos exhibieron un nivel interanual de dos dígitos en el mes de marzo de 2011.

No obstante, y como consecuencia del paulatino retiro de los estímulos monetarios desde finales del primer semestre del año 2010, y con más énfasis en los primeros meses del año 2011, la inflación registró una desaceleración en su ritmo ascendente desde el mes de abril del corriente año.

GRÁFICO 2
INFLACIÓN TOTAL Y SUBYACENTE
(Interanual)



Fuente: Banco Central del Paraguay.

La inflación doméstica interanual, desde inicio del año, mostró una clara tendencia ascendente, siguiendo el patrón iniciado desde finales del año 2009.

El aumento de la inflación en el periodo reciente está muy correlacionado con los incrementos de precios de los alimentos, comportamiento que se verificó tanto en el plano local como en el ámbito internacional. Este mayor patrón inflacionario de los alimentos está explicado fundamentalmente por la suba de precios de los principales commodities agrícolas, uno de los principales insumos para la elaboración de los mismos. Si bien el alza de precios de estos commodities responde a la mayor demanda mundial, las condiciones climáticas extremas que afectaron la producción mundial, también contribuyen al aumento de sus cotizaciones.

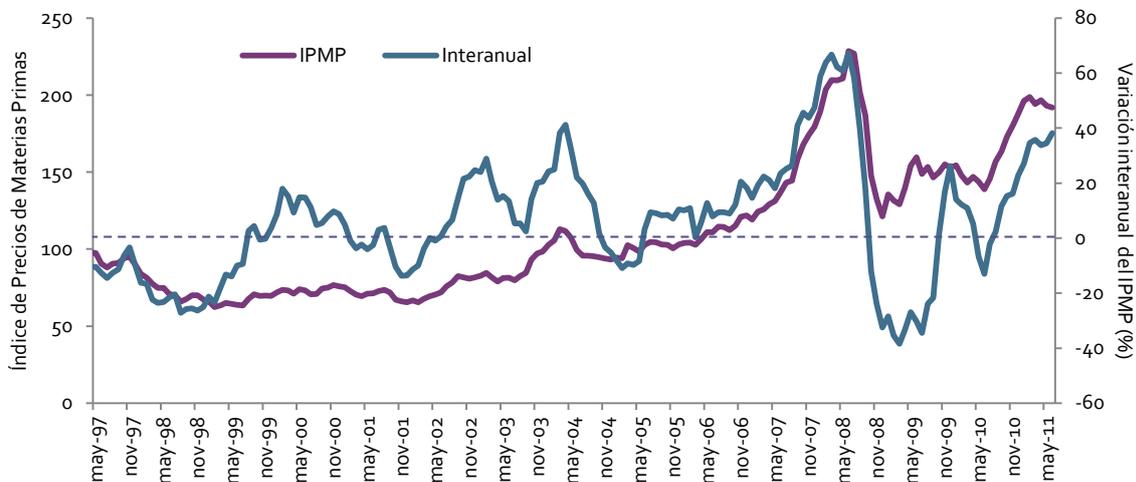
Entre los aumentos de precios de los alimentos, se destaca el incremento de la cotización de la carne vacuna, suba que responde en gran medida a la buena cotización del rubro en los mercados internacionales. Al mes de junio del corriente año el precio de la carne vacuna registró una tasa interanual del 33,4%. Cabe destacar, que el valor de las exportaciones de carne vacuna, al mes de junio del año 2011, observa un incremento del 5,6% con respecto a igual período del anterior, siendo los principales destinos de la carne vacuna el mercado ruso y el mercado chileno. Este incremento está explicado principalmente por una mejora de los precios externos, considerando que para el mismo período el volumen exportado se redujo en 15,7%.

En el mes de junio las cotizaciones de la carne vacuna, a nivel del consumidor, han observado una leve reducción. Este comportamiento se explica, en parte,

por la menor demanda externa (en volumen), principalmente chilena y rusa, cuyo saldo no exportable ha presionado a la baja los precios, tanto a nivel del productor como de las industrias frigoríficas, beneficiándose con ello el mercado doméstico.

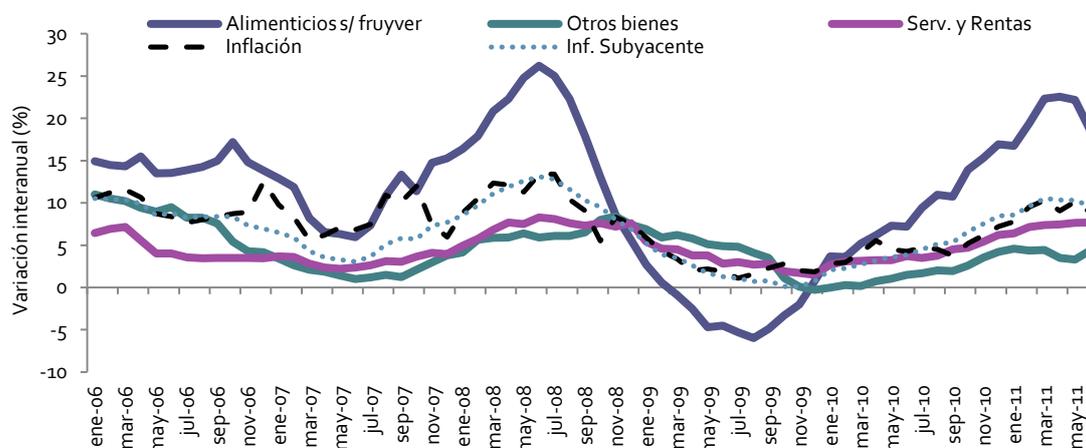
Por otro lado, los derivados del crudo también mostraron incrementos de precios, en línea con la tendencia del precio del petróleo en los mercados mundiales durante el primer semestre del año 2011. Entre las subas se destaca el incremento de precio del gas licuado de petróleo, la nafta y el gasoil. Con respecto al ajuste de precio de este último rubro, la implementación del subsidio al pasaje urbano ha evitado el aumento del precio, reduciéndose con ello el impacto del pasaje urbano con respecto a escenarios anteriores.

GRÁFICO 3
ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS (IPMP)
(En niveles y variación interanual)



Fuente: Banco Central de la República de Argentina.

GRÁFICO 4
INFLACIÓN EN ALIMENTOS
(Variación interanual)



Fuente: Banco Central del Paraguay.

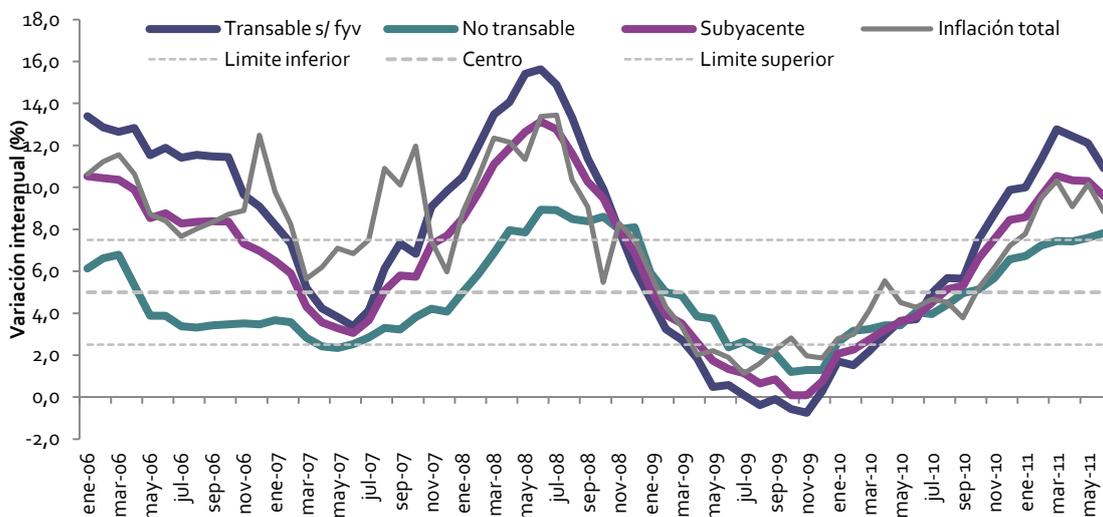
Dentro del semestre es importante destacar la depreciación del dólar en el mercado local, siguiendo la tendencia regional y mundial de la divisa americana. Así, este comportamiento ha permitido atenuar la inflación de los bienes transables, principalmente de los alimentos y derivados del petróleo. Por su parte, los bienes durables, han observado una reducción de precios, en términos interanuales, aunque a un ritmo menor que la apreciación nominal de la moneda doméstica con respecto al dólar.

Los bienes no transables de la canasta (mayoritariamente servicios) registraron desde inicios de año una trayectoria creciente, ubicándose por encima del techo del rango meta. Este desarrollo está explicado, en parte, por los aumentos de costos verificados por la actividad económica en los meses anteriores (salario mínimo legal,

materias primas agrícolas y gasoil), pero también por la mayor dinámica del gasto doméstico observada en lo que va del año 2011.

En relación a la dinámica del gasto interno, se mantiene la brecha entre las tasas de crecimiento de la demanda y de la oferta, a pesar de que se verifican señales de que dicha brecha tiende a disminuir.

GRÁFICO 5
INFLACIÓN EN TRANSABLES Y NO TRANSABLES
 (Variación interanual)



Fuente: Banco Central del Paraguay.

III- ENTORNO INTERNACIONAL Y REGIONAL

Crecimiento Económico Mundial

Durante el primer semestre del 2011, el escenario macroeconómico internacional ha evolucionado favorablemente, no obstante se mantienen latentes los riesgos a la baja. Para finales del año 2011, se proyecta un crecimiento de la economía mundial del 4,3%, superior al promedio de los últimos 10 años de 3,6%.

El ritmo de crecimiento se mantiene dispar en el mundo. En economías desarrolladas se estima un crecimiento conjunto del 2,2% en 2011, destacando el débil dinamismo en Estados Unidos y Zona Euro y para Japón, incluso se proyecta una caída del producto.

En cambio, las economías emergentes continúan mostrando tasas elevadas de crecimiento, expandiéndose cerca de su producto potencial. Se espera un crecimiento del 6,6% para fines de 2011 para estos países.

La exigua recuperación de la actividad económica en Estados Unidos ha obligado al FED anunciar que es necesario mantener la tasa de interés de referencia en el nivel actual.

Con respecto al crecimiento de la Zona Euro, se observa un mayor optimismo ya que se espera un crecimiento del 2% para el 2011, mayor en relación al crecimiento de 1,9% que se había reportado anteriormente.

Esta dinámica es liderada por Alemania, donde se espera un crecimiento de 3,4% para el 2011.

En Japón se prevé una contracción económica de 0,7% para el 2011, asociado principalmente al terremoto del 11 de marzo pasado. No obstante, se espera que para el 2012 la economía japonesa logre revertir los resultados negativos y crezca 2,9%, a su vez dependiente de la resolución de los problemas energéticos y las interrupciones de las cadenas de suministro.

TABLA 2
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Mundo	5,2	3,0	-0,5	5,1	4,3	4,5
Economías avanzadas	2,7	0,6	-3,4	3,0	2,2	2,6
Estados Unidos	2,1	0,4	-2,6	2,9	2,5	2,7
Zona Euro	2,7	0,7	-4,1	1,8	2,0	1,7
Japón	2,3	-0,7	-6,3	4,0	-0,7	2,9
Economías emergentes y en desarrollo	8,3	6,0	2,8	7,4	6,6	6,4
África	6,3	5,2	2,8	5,1	5,5	5,9
Europa central y oriental	5,5	3,0	-3,6	4,5	5,3	3,2
Economías en desarrollo de Asia	10,6	7,6	7,2	9,6	8,4	8,4
China	13,0	9,0	9,2	10,3	9,6	9,5
Oriente Medio	6,2	5,4	2,5	4,4	4,2	4,4
América Latina y el Caribe	5,7	4,2	-1,7	6,1	4,6	4,1
Brasil	5,7	5,1	-0,6	7,5	4,1	3,6

Fuente: Fondo Monetario Internacional, WEO.

Inflación Mundial

Los reportes de inflación registran un aumento en el nivel global de precios durante el primer semestre del 2011, como consecuencia de los altos precios de alimentos y combustibles. No obstante, se espera una disminución para los próximos periodos en coincidencia con el cambio en la trayectoria de los precios de las materias primas.

En Estados Unidos, las expectativas muestran una aceleración en los precios al consumidor, pasando del 1,6% en el 2010 al 2,2% en 2011, a pesar de una leve desaceleración en el consumo doméstico, lo cual podría estar explicado por los altos precios de los combustibles y las condiciones climáticas desfavorables en la zona sur y medio oeste del país.

La inflación en la Zona Euro permaneció en 2,7% a finales del primer semestre, manteniéndose por encima de la meta del 2% desde fines del 2010. La inflación se explica, entre otros, por el aumento de la cotización del petróleo y los precios de los commodities. En Japón, dada la contracción económica del presente año se espera un escenario de inflación prácticamente nula.

Por otro lado, en las economías emergentes se estima una aceleración de la inflación desde 6,2% en 2010 a 6,9% en 2011. En China, los principales indicadores macroeconómicos se han desacelerado en los últimos trimestres y ayudó a mitigar los problemas inflacionarios. En mayo la tasa de inflación se ubicó en su punto más alto desde el segundo semestre del 2008, alcanzando 5,5%.

TABLA 3
INFLACIÓN MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Mundo	4,0	6,0	2,5	3,7	4,5	3,4
Economías avanzadas	2,2	3,4	0,1	1,6	2,2	1,7
Estados Unidos	2,9	3,8	-0,3	1,6	2,2	1,6
Zona Euro	2,1	3,3	0,3	1,6	2,3	1,7
Japón	0,0	1,4	-1,4	-0,7	0,2	0,2
Economías emergentes y en desarrollo	6,5	9,2	5,2	6,2	6,9	5,3
América Latina y el Caribe	5,4	7,9	6,0	6,0	6,7	6,0

Fuente: Fondo Monetario Internacional, WEO.

En India, la inflación se aceleró al término del primer semestre, a pesar de que el aumento en los precios de los alimentos se haya moderado. Así, los precios de manufacturas y los combustibles son los nuevos conductores de la inflación. Esto motivó al Banco Central de India a endurecer su política monetaria.

En América Latina y el Caribe, el pronóstico de inflación para el 2011 es de 6,7% según el FMI, tasa superior al 6,0% registrado el año anterior. En Brasil se registró, al término del primer semestre de 2011, una desaceleración de la inflación medida por el Índice de precios al consumidor amplio (IPCA) y según estimaciones se han rebajado los pronósticos de inflación para 2011 y 2012. Así, parece ser que las medidas de política aplicadas están generando el efecto deseado.

Precio Mundial de Commodities

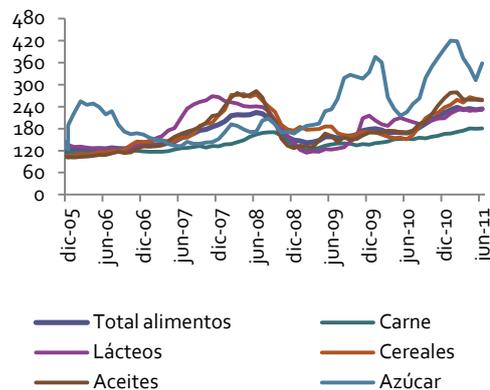
Luego de alcanzar niveles récord en febrero de 2011, impulsado principalmente por factores climáticos, el precio de los alimentos se ha estabilizado en los meses siguientes e incluso ha registrado una ligera caída. Se estima que los precios se mantengan elevados teniendo en cuenta la disminución en los inventarios y un modesto crecimiento en la producción de la mayoría de los cultivos.

El precio de la carne se ha elevado a niveles récord impulsado por incrementos en costos de producción y bajos niveles de inventarios. Se espera para los próximos meses un mayor incremento en el precio de la carne debido a una fuerte demanda mundial sumada a una limitada disponibilidad de exportaciones.

Por su parte, la soja cotizó en junio en USD 500 la tonelada, mientras el precio de los futuros muestra un leve incremento, ubicándose la cotización en USD 509 y USD 507 por tonelada para 2011 y 2012, respectivamente.

El petróleo, que se había mantenido relativamente estable durante la mayor parte de 2010, empezó a registrar subas en su cotización a partir del cuarto trimestre de ese año debido a una aceleración en el crecimiento de la demanda. En el primer semestre de 2011 el crudo experimentó una importante alza en su cotización que se debe a acontecimientos políticos en el norte de África y Oriente Medio, que ocasionó la pérdida del suministro de Libia. No obstante, en los últimos meses, se ha observado nuevamente una reducción del precio del petróleo principalmente

GRÁFICO 6
ÍNDICE DE PRECIOS DE ALIMENTOS



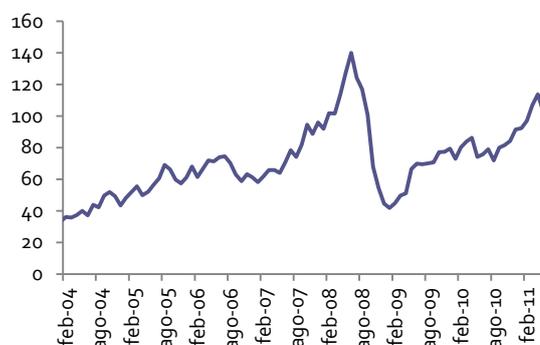
Fuente: FAO.

GRÁFICO 7
PRECIO HISTÓRICO Y FUTURO - SOJA
BOLSA DE CHICAGO
(USD por tonelada)



Fuente: Reuters.

GRÁFICO 8
PRECIO PETRÓLEO WTI
(USD por barril)



Fuente: Reuters.

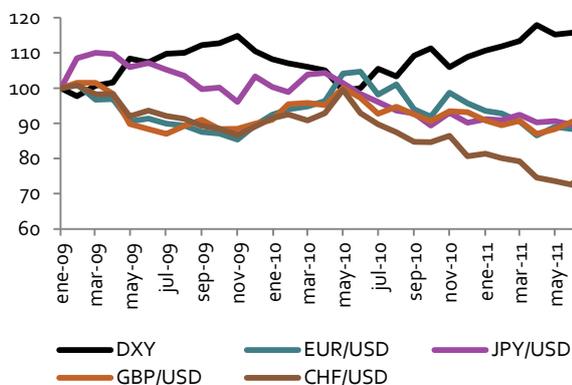
explicado por la no consolidación del crecimiento de los países industrializados más importantes a nivel mundial y también coincidente con el restablecimiento del suministro en la mayor parte de los países productores de petróleo.

Mercado de Divisas

El flujo de capitales hacia los países en desarrollo ha sido incentivado por una política monetaria más expansiva en Estados Unidos y el alza de las tasas de política de países emergentes. Esto ha generado una depreciación del dólar frente a otras monedas, que puede observarse en el índice DXY, que muestra el valor del dólar frente a una canasta de monedas.

Por otro lado, tanto el yen como la libra esterlina muestran una tendencia a la apreciación frente al dólar en los últimos 12 meses, al igual que el euro, pero éste con una senda más volátil. Sin embargo, es el franco suizo el que experimentó mayor apreciación desde el 2009.

GRÁFICO 9
EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES DIVISAS
(01/2009=100)

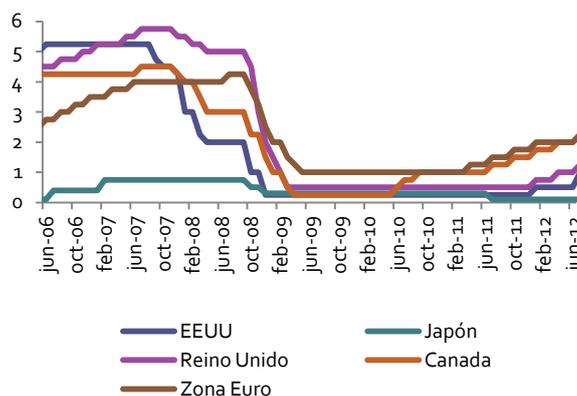


Fuente: Bloomberg.

Medidas de Política Económica Aplicadas

En países desarrollados las tasas de política monetaria continúan siendo muy expansivas para seguir dinamizando sus economías. Así, en Estados Unidos se espera que la tasa de referencia se mantenga en sus niveles actuales hasta comienzos de 2012, mientras en la Zona Euro se ha iniciado un proceso de normalización de la misma.

GRÁFICO 10
TASA DE POLÍTICA MONETARIA DE PAÍSES DESARROLLADOS



Fuente: Bloomberg, Reuters.

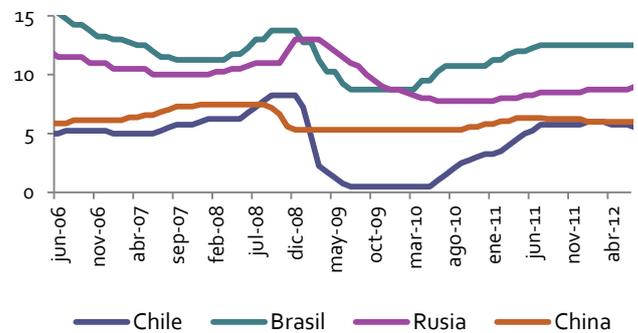
En la última reunión mensual del Comité de la Reserva Federal se concluyó que la economía está creciendo a un ritmo moderado y menor al estimado inicialmente. En este sentido, el Comité comunicó su intención de mantener las tasas en sus mínimos históricos actuales a fin de contribuir a la recuperación de la economía del norte.

Por otro lado, para disminuir la presión inflacionaria, el Banco Central Europeo había aumentado la tasa de política monetaria en 0,25% en el mes de abril, situándola a un nivel de 1,25%. Por su parte,

en las economías con problemas de deuda, tales como Grecia, Irlanda y Portugal, donde las perspectivas de crecimiento son menos favorables, una política monetaria más estricta disminuiría las chances de mejorar las condiciones económicas.

En las economías emergentes, los bancos centrales han empezado a normalizar sus tasas de referencia debido a la recuperación de la actividad económica, la cual ha sido impulsado por los altos precios de las materias primas, el crecimiento de la demanda interna, las condiciones favorables de financiamiento externo y las políticas macroeconómicas acomodaticias. Con esto, la brecha de producción en algunos países se va cerrando y se empiezan a observar signos de sobrecalentamiento, lo que conduce a que se comiencen a retirar las políticas de estímulo.

GRÁFICO 11
TASA DE POLÍTICA MONETARIA DE
PAÍSES EMERGENTES



Fuente: Bloomberg, Reuters.

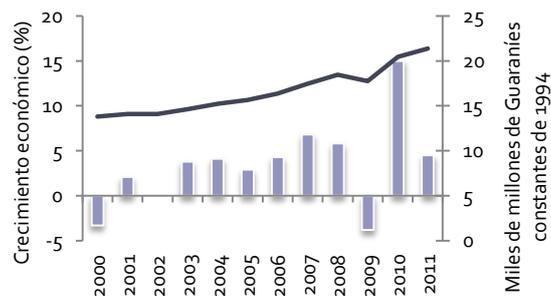
IV- DEMANDA Y ACTIVIDAD

Perspectivas del Producto Interno Bruto

La estimación Producto Interno Bruto (PIB) del año 2011, en su segunda revisión, arroja un crecimiento esperado cercano al 4%. Esta expansión de la actividad económica doméstica se verifica en un contexto internacional caracterizado por estimaciones de crecimiento positivas en economías desarrolladas y emergentes, aunque a tasas más moderadas de las que se registraron durante el año 2010.

Cabe mencionar que las condiciones financieras internacionales para nuestro país no han variado de manera significativa, considerando que las tasas de interés internacional, especialmente de las economías avanzadas, aún se mantienen relativamente bajas. Adicionalmente, los precios de los principales commodities de exportación, en promedio, también permanecen por encima de los niveles observados en el año 2010. Entre los factores de riesgo se mencionan el aumento de los precios del petróleo durante el primer semestre del año 2011 y la incertidumbre derivada de la volatilidad de los mercados mundiales a raíz de problemas fiscales de las grandes economías, sobre todo Estados Unidos, Japón y la zona del Euro, que podrían atenuar la expansión económica interna.

GRÁFICO 12
PIB REAL
(Evolución y nivel)

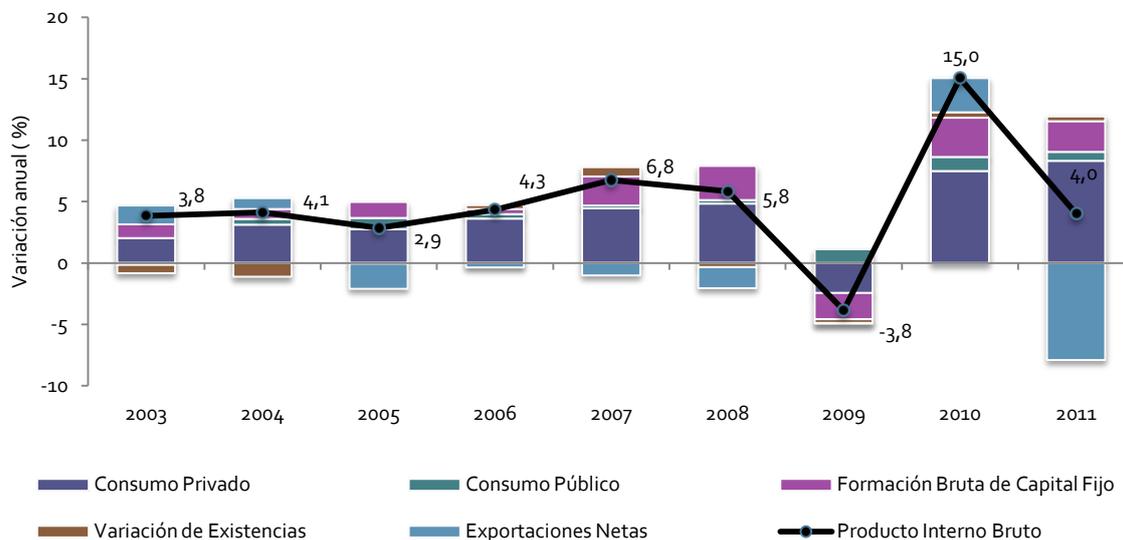


Fuente: Banco Central del Paraguay.

En el plano local, la mayor actividad económica estará sustentada en un aumento de la producción de los principales cultivos agrícolas, un moderado incremento de la producción ganadera y una leve expansión del sector industrial y de construcciones, a lo que se suma un buen desempeño del sector comercio, transportes, comunicaciones y gobierno general.

Por el lado del gasto, se sigue observando un importante dinamismo de la demanda interna en sus componentes de consumo final e inversión, especialmente compras de bienes duraderos por parte de los hogares y adquisición de maquinarias y equipos por parte de las empresas. En cuanto a la demanda externa, durante el primer semestre del año se observa un mayor aumento de las importaciones relativo a las exportaciones, registrándose un déficit en la demanda externa neta. No obstante, se espera que el déficit apuntado pueda atenuarse al aumentar las exportaciones de

GRÁFICO 13
PIB REAL: EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES POR EL LADO DE LA DEMANDA
 (Variaciones porcentuales anuales)



Fuente: Banco Central del Paraguay.

rubros agrícolas en el transcurso del año considerando que la producción,

especialmente de soja, fue mayor a la del año anterior.

Crecimiento por sectores económicos

El crecimiento económico del 4% se sustenta en un 29,8% por el sector primario (1,2%), en un -2,9% por el sector manufacturero, incluido los sectores de construcción, electricidad y agua (-0,1%), en un 64,4% por el sector de los servicios (2,6%), y en 8,7% por los impuestos a los productos (0,3%)³.

TABLA 4
CRECIMIENTO POR SECTORES ECONÓMICOS
 (En porcentaje)

Sectores	2006	2007	2008	2009	2010*	2011**
Primario	3,6	14,3	9,2	-17,2	34,1	4,2
Secundario	1,9	1,0	3,9	-0,3	7,6	-0,6
Terciario	5,8	5,3	4,8	2,2	9,0	5,5
Impuestos	4,3	5,5	5,0	-1,0	12,0	4,5
PIB total	4,3	6,8	5,8	-3,8	15,0	4,0

Fuente: Banco Central del Paraguay.
 (*) Cifras preliminares.
 (**) Cifras estimadas sujetas a revisión.

³ Las cifras entre paréntesis corresponden a las contribuciones de cada sector al crecimiento del 4,5% del PIB.

De acuerdo a las estimaciones del Ministerio de Agricultura y Ganadería (MAG) de la campaña agrícola 2010/2011, se registran importantes aumentos en los rendimientos de los principales cultivos, situación que permitirá superar los niveles de producción obtenidos en la campaña agrícola 2009/2010.

El sector ganadero no mostró un buen desempeño durante el primer semestre del año 2011, principalmente en lo referente al faenamiento de ganado vacuno y se espera que esta tendencia no cambie durante el resto del año. En contrapartida, se verifican buenos resultados en los otros rubros de la ganadería, como la producción de porcinos, aves, leche cruda, huevos, entre otros.

Por el lado de la industria, se observan comportamientos disímiles. Buen dinamismo de la industria del aceite y derivados, de los lácteos, de la molinería y la panadería, de las bebidas y el tabaco y de la industria de la madera, mientras que, por otro lado, se verifican contracciones en

la industria de la carne, del azúcar y de la industria de minerales metálicos y no metálicos.

En el sector de las construcciones se observa una marcada disminución con respecto al año anterior. El cemento, su principal insumo, presenta una caída de las ventas que no son compensadas por las importaciones del insumo. No obstante, existen proyectos de inversión pública (infraestructura) que podrían atenuar este dinamismo del sector.

El comercio sigue en expansión, en directa relación con la mayor oferta de bienes (nacionales e importados) comercializados, especialmente bienes semiduraderos y duraderos consumidos por los hogares, y las compras de bienes de capital por parte de las empresas. Se verifica además un buen dinamismo del sector transporte, de las comunicaciones, de los servicios a las empresas, de los servicios financieros, los servicios a los hogares, hoteles y restaurantes, y de los servicios gubernamentales.

V- SECTOR EXTERNO

Comportamiento de la Balanza de Pagos

En el año 2011 se espera una Balanza de Pagos con saldo positivo, por noveno año consecutivo, que se traducirá en un incremento de los activos de reservas del país. En esta perspectiva, se estima un ratio cercano al 23,6 % de Reservas con respecto al PIB.

El resultado positivo de la Balanza de Pagos se debería a la reducción del déficit de Cuenta Corriente desde USD 805,0 millones en el 2010 a USD 532,9 millones para el 2011, y un incremento de la Cuenta de Capital y Financiera desde USD 930,6 millones en el 2010 a USD 1.070,1 millones para el 2011.

La reducción del déficit de la Cuenta Corriente en USD 272,1 millones es producto de un incremento del superávit de la Balanza de Servicios de USD 291,2 millones, una reducción del déficit de la Balanza de Renta USD 127,4 millones y un incremento de las Transferencias Corrientes de USD 54,9 millones (en especial por las remesas familiares), contrarrestado por el déficit en la Balanza Comercial en torno a USD 201,6 millones.

En base a cifras preliminares, durante el primer semestre de este año se ha registrado un déficit en cuenta corriente de USD 391 millones, aproximadamente $\frac{3}{4}$ de déficit esperado para el año. Se estima que por el aumento del flujo de las empresas hidroeléctricas binacionales en la economía,

durante el segundo semestre, mejorará el resultado neto de la balanza de servicios.

En cuanto a los principales rubros generadores de flujos de ingreso de divisas, durante el primer semestre de 2011 se

TABLA 5
BALANZA DE PAGOS

	Millones de USD		% del PIB	
	2010	2011*	2010	2011*
Cuenta Corriente	-805,0	-532,9	-4,7%	-2,6%
Cuenta de Capital y Financiera	930,6	1.070,1	5,3%	5,0%
Errores y Omisiones	193,6	243,7	1,1%	1,2%
Activos de Reserva	-319,2	-780,9	-1,8%	-3,7%

Fuente: Banco Central del Paraguay.
(*) Cifras estimadas

TABLA 6
CUENTA CORRIENTE

	Millones de USD	
	2010	2011*
CUENTA CORRIENTE	-805,0	-532,9
A. Bienes	-1.581,4	-1.783,0
Exportaciones	8.334,9	10.158,1
Importaciones	-9.916,3	-11.941,1
B. Servicios	714,4	1.005,6
C. Renta	-480,4	-353,0
D. Transferencias Corrientes	542,5	597,4

Fuente: Banco Central del Paraguay.
(*) Cifras estimadas

observó, en promedio, un aumento de los mismos. A junio del 2011 se ha exportado semilla de soja por un valor de USD 1.284,1 millones, superior en 7,6% al monto registrado en el mismo periodo del año anterior en que alcanzó USD 1.193,6 millones y cuya participación fue del 3,8% en el incremento de las exportaciones totales, que a junio del 2011 acumularon una variación de 14,4%. En términos de volumen,

el total exportado fue de 2.828.701 toneladas, 20,6% inferior a las 3.562.872 toneladas que representaba a junio del año 2010. Durante el segundo semestre se espera que se dinamicen los envíos al exterior hasta el punto de superar levemente el registrado el año anterior.

Por su parte, la exportación de carne a junio de 2011, totalizó USD 458,5 millones, monto superior en 5,6% a los USD 434,2 millones en el mismo periodo del año anterior. Así, Chile y Rusia son los principales mercados de exportación de carne, representando el 69,3% del total de los envíos al exterior. Estimando para el presente ejercicio un monto cercano a los USD 1.000 millones.

Igualmente, el dinamismo del comercio exterior es una de las fuentes que coadyuva a dinamizar la actividad económica y la revalorización del guaraní en un contexto de gran apertura comercial que siempre ha mostrado el Paraguay. Se espera el mantenimiento de esta tendencia para lo que resta del año así como también para el 2012.

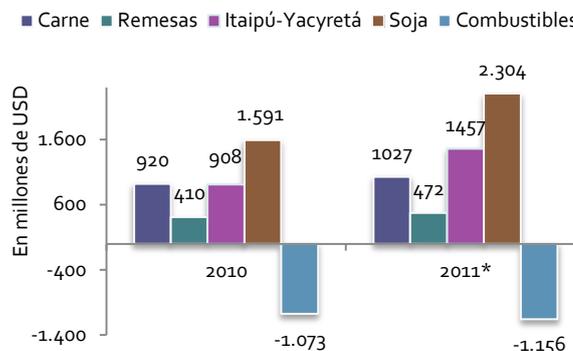
Los ingresos por remesas familiares tuvieron un incremento cercano al 8,4% en comparación al primer semestre del año anterior, estimándose un crecimiento para el 2011, en torno al 10%, así como también un incremento de los flujos de las binacionales, en concepto de cesión de energía de la Itaipú Binacional.

Términos de intercambio

Al primer semestre del 2011, el término de intercambio (TDI) siguió al alza debido al incremento del precio de las exportaciones, que no fue contrarrestado totalmente por el

incremento en el precio de las importaciones.

**GRÁFICO 14
GENERACIÓN DE DIVISAS
(Principales rubros)**

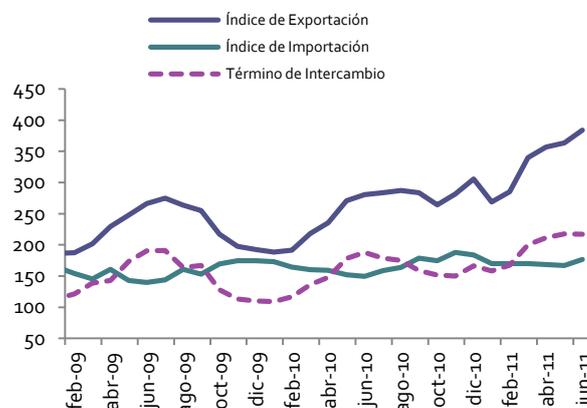


Fuente: Banco Central del Paraguay.
(*): Cifras estimadas.

Los precios de los commodities a nivel mundial se han incrementado a partir del segundo semestre del 2010 y se espera que se mantenga en esos niveles en lo que resta del 2011.

Esta evolución favorable promueve las exportaciones y la confianza de los inversionistas externos en rubros agropecuarios con alta demanda en el exterior.

**GRÁFICO 15
ÍNDICES DEL COMERCIO INTERNACIONAL**



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Tipo de Cambio Real Efectivo

El Tipo de Cambio Real Efectivo mostró una tendencia hacia la apreciación durante el primer semestre del año 2011. En términos interanuales y acumulados se ha registrado una apreciación de 8,5% y de 9,1% respectivamente con respecto a la canasta de monedas de los principales socios comerciales. La tendencia de revalorización de la moneda nacional con respecto a la canasta de moneda fue continua durante la primera mitad del 2011 y a su vez volátil.

Cuenta Financiera y de Capital

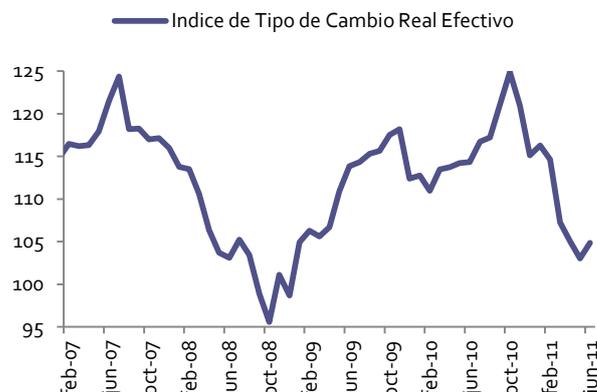
Se estima que la Cuenta de Capital y Financiera presentará un superávit de aproximadamente USD 1.070,1 millones para fines de 2011. Durante el primer semestre se ha registrado, preliminarmente, un ingreso de capitales de USD 634,3 millones.

Estos inlfujos de capitales contribuyen a financiar la balanza comercial, la actividad económica y repercuten en la revalorización de la moneda nacional, así como ocurre en la mayoría de los países de la región.

Se espera que el Sector Privado se constituya en el principal receptor de flujos de financiamiento externo, como ha venido ocurriendo desde el 2002 en adelante, y se estima que las principales fuentes de los flujos sean el retorno de depósitos, la inversión extranjera y, en menor medida los préstamos.

En cuanto a los flujos de la Cuenta Financiera registrados por el Sector Público, los mismos alcanzan USD 282 millones (excluidas las reservas monetarias internacionales), de esta

GRÁFICO 16
ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO REAL EFECTIVO



Fuente: Banco Central del Paraguay.

forma se mantiene la tendencia superavitaria del año anterior.

Igualmente, el superávit se consolida por el financiamiento de proveedores no residentes otorgado a PETROPAR, los desembolsos extraordinarios de organismos internacionales y el uso de los activos constituidos frente a las binacionales.

TABLA 7
FLUJOS DE ACTIVOS Y PASIVOS SELECCIONADOS

	Millones de USD	
	2010	2011*
CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA	930,6	1.070,1
A. Cuenta de Capital	40	55
B. Cuenta financiera	890,6	1.015,1
Inversión extranjera directa	315,6	628,5
Activos	212,7	263,4
Préstamos	31,6	263,4
Moneda y depósitos	287,2	99,3
Pasivos	362,3	117,7
Deuda Pública Externa Largo Plazo	49,5	-17,0
Desembolsos	293,0	184,4
Amortizaciones	-243,5	-201,4

Fuente: Banco Central del Paraguay.
(*) Cifras estimadas.

Al primer semestre de 2011, el incremento de las reservas internacionales fue de USD 739,2 millones que, sumados al stock de reservas del año anterior más el ajuste cambiario, totalizan USD 4.907,4 millones. Así, se espera una tendencia similar en la segunda mitad del año considerando la estacionalidad de la variación de reservas internacionales, la evolución del comercio internacional y el flujo de capitales esperado.

Las bajas tasas de endeudamiento externo público (15,3%) y privado (7,6%), ambos con respecto al PIB, generan un escenario propicio para que continúe la afluencia de capitales de inversión.

VI- FINANZAS PÚBLICAS

Con el objetivo de generar el espacio fiscal necesario para hacer frente a eventuales contingencias macroeconómicas adversas, el Sector Fiscal se ha propuesto conseguir un superávit en torno al 1,1% del PIB de acuerdo a estimaciones preliminares, generando ahorros que podrían usarse de manera prudente sin afectar la sostenibilidad fiscal. Para el segundo semestre del presente año, incluso para el 2012, se espera una política fiscal contra cíclica y prudente, orientada a reducir la vulnerabilidad del fisco ante potenciales choques externos adversos.

Ejecución Presupuestaria del Gobierno Central

A abril del año 2011 el resultado de la ejecución presupuestaria del Gobierno Central ascendió a 1,11% del PIB, ratio superior al registrado en igual periodo del 2010 (0,82%) lo cual se explica por el mayor aumento de los ingresos (23,08%) en relación a los gastos (18,38%).

El Resultado Primario, que permite evaluar la sostenibilidad del déficit del sector

TABLA 8
FINANZAS PÚBLICAS – GOBIERNO CENTRAL
(Porcentaje del PIB)

RECAUDADO/OBLIGADO	2009	2010	2011*
Ingresos Totales (I+II)	19,63 %	18,72%	5,90%
I) Ingresos Corrientes	19,28 %	18,34%	5,86%
II) Ingresos de Capital y Donaciones	0,39%	0,40%	0,04%
Egresos Totales (I+II)	19,61 %	17,39%	4,79%
I) Gastos Corrientes	15,00 %	13,67%	4,19%
II) Gastos de Capital	4,60%	3,71%	0,61%
Resultado Global	0,06%	1,35%	1,11%
Resultado Primario	0,68%	1,75%	1,22%
Financiamiento	-0,06%	-1,35%	-1,11%

Fuente: Ministerio de Hacienda.

* Datos a abril de 2011.

público, a abril del 2010 fue del 0,93% del PIB mientras que en el mismo periodo del presente año el mismo alcanzó el 1,22% del PIB, aumentando en 45,18%.%, debido principalmente a que el Impuesto al Comercio Exterior, el impuesto a la Renta, el Impuesto al Valor Agregado (IVA) y Otros impuestos, registraron incrementos del 36,08%, 15,79%, 16,79% y 22,74%, respectivamente.

Ingresos

A abril del año 2011 los Ingresos Corrientes del Gobierno Central ascendieron a 5,86% del PIB, lo que significó un incremento nominal del 22,32%, respecto a similar periodo del 2010, en el que alcanzó el 5,26% del PIB. Los rubros que en mayor medida incidieron en este resultado fueron los Ingresos No Tributarios y en menor medida los Ingresos Tributarios.

Los Ingresos Tributarios que ascienden al 4,10% del PIB experimentaron un incremento del 20,01%, debido principalmente a que el Impuesto al Comercio Exterior, el impuesto a la Renta, el Impuesto al Valor Agregado (IVA) y Otros impuestos, registraron incrementos del 36,08%, 15,79%, 16,79% y 22,74%, respectivamente.

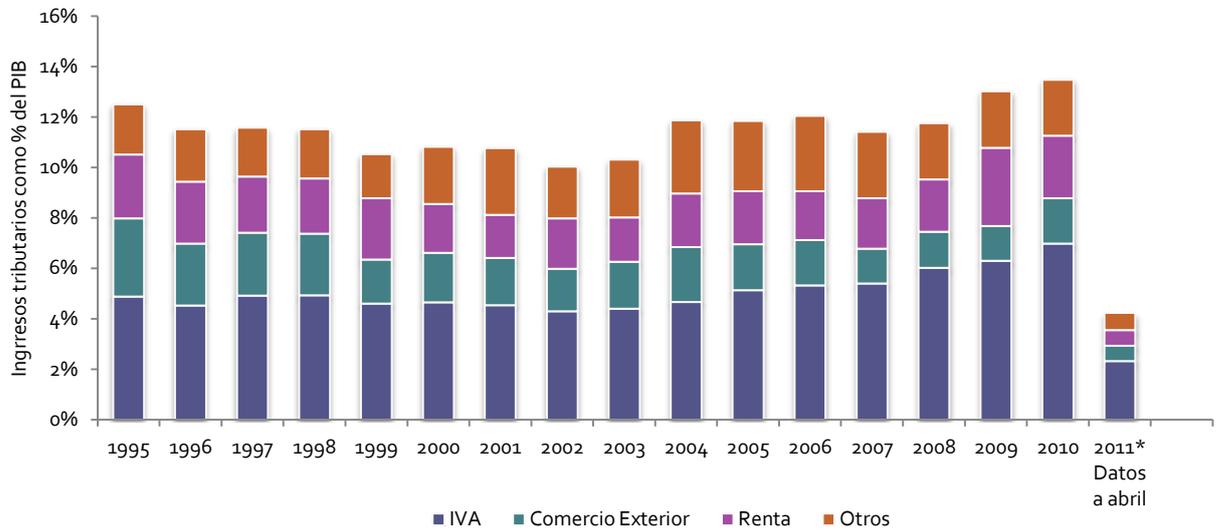
Los Ingresos No Tributarios compuestos principalmente por los Ingresos contractuales de las binacionales Itaipú y Yacyretá, que representan el 1,75% del PIB, experimentaron un incremento nominal del 28,10% con relación a los mismos ingresos del 2010 (1,50% del PIB).

Gastos

Al mes de abril del año 2011 los Gastos Corrientes que alcanzaron 4,19% del PIB, registraron un incremento del 23,07% con respecto al mismo periodo del año anterior que fue del 3,73 % del PIB.

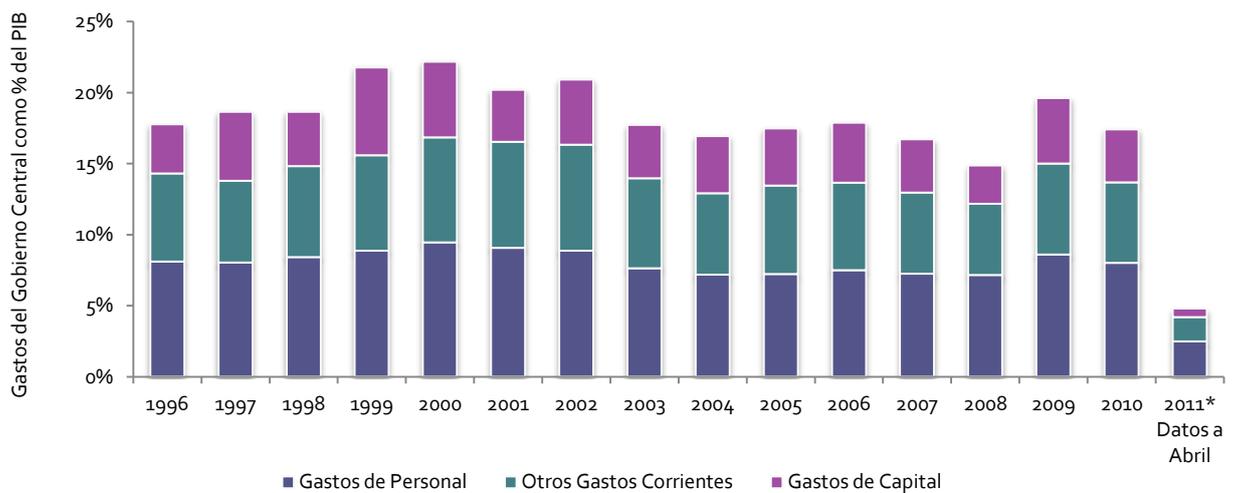
Los Gastos de Capital del Gobierno Central, en el periodo considerado, alcanzaron el 0,61% del PIB, lo que representa una disminución del 6,24%. Es importante destacar que la Inversión Pública (0,57% del PIB) registra una disminución del 12,09% en comparación a lo registrado para el mismo lapso en el 2010 (0,71% del PIB).

GRÁFICO 17
COMPOSICIÓN DE LOS INGRESOS TRIBUTARIOS
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda.

GRÁFICO 18
COMPOSICIÓN DE LOS GASTOS DEL GOBIERNO CENTRAL
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Requerimiento Financiero

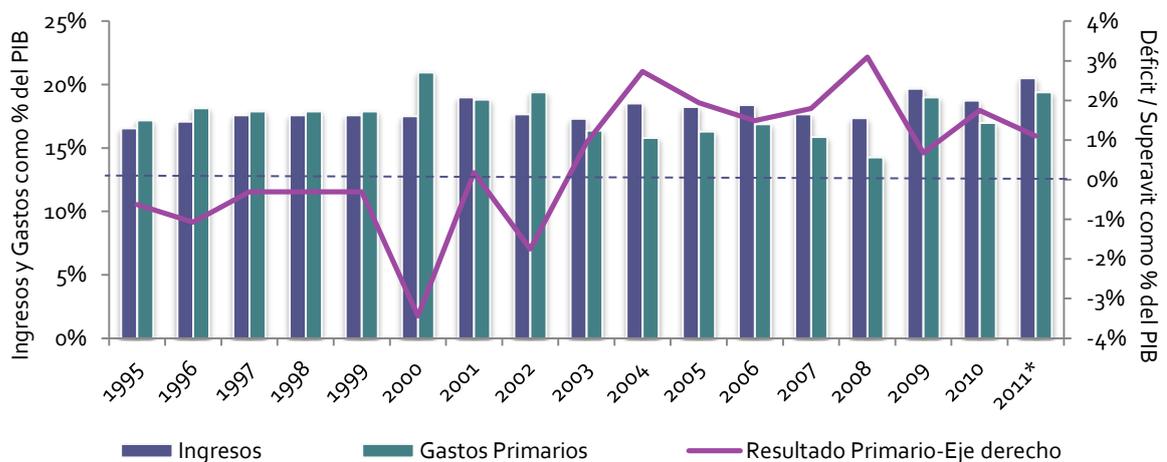
La Ejecución Presupuestaria del Gobierno Central correspondiente a abril del año 2011, medido por el lado de su necesidad de financiamiento, arrojó un superávit del 1,11% del PIB, superior al resultado positivo obtenido en el mismo periodo del año anterior del 0,82% del PIB.

A abril del año 2011 el 98,62% de la inversión pública total, estaría financiada con deuda pública, el resto estaría cubierto con recursos ordinarios.

Finalmente para el ejercicio fiscal 2011, se estima, que los Ingresos Totales crezcan en torno al 20,3% y los Gastos Primarios en torno al 25,5%, lo que daría un Resultado Primario superavitario del 1,1% del PIB.

Este comportamiento del fisco en los últimos 8 años ha contribuido significativamente con la política monetaria y con la estabilidad macroeconómica del país.

GRÁFICO 19
RESULTADO PRIMARIO DEL GOBIERNO CENTRAL
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda.

*Estimaciones

VII- POLITICA MONETARIA

En mayo de este año, el Banco Central del Paraguay a través de la Resolución N° 22 Acta N° 31, ha decidido iniciar el proceso de implementación institucional del esquema de Metas de Inflación para la gestión de la Política Monetaria.

Este nuevo esquema permitirá al BCP centrar sus esfuerzos en mantener un nivel de inflación baja, estable y predecible.

El sistema de meta de inflación tiene como instrumento principal la tasa de interés referencial de corto plazo, y a través del mecanismo de transmisión de la economía se pretende influenciar sobre la demanda agregada y consecuentemente sobre la inflación.

Así al primer semestre del año en curso, se sigue observando una brecha positiva del Producto Interno Bruto, aunque con tendencia decreciente. Asimismo, la dinámica del crédito, que si bien se ha desacelerado, sigue su ímpetu sobre todo en moneda extranjera.

El patrón de comportamiento de la inflación, sobre todo de la subyacente, ha aumentado desde mediado del año 2010 y se mantuvo a lo largo del primer semestre de 2011, lo que llevó a que la inflación en términos interanuales se ubique por encima del rango meta de referencia establecido.

En este contexto, el BCP pasó de una política monetaria expansiva, que caracterizó al periodo de finales del 2008 y

el 2009 a raíz de la turbulencia financiera internacional, a una política monetaria más contractiva desde el segundo trimestre del año 2010.

El BCP adoptó una serie de medidas para reducir el estímulo monetario a fin de que la inflación retorne al rango meta, a la vez de ir ordenando el mercado monetario de forma que el mecanismo de transmisión de la política monetaria sea más eficiente, dado el nuevo esquema adoptado. Estas medidas fueron:

- Aumentar gradualmente las tasas de interés de los IRM's de 0,61% (abr-09) a 9,32% (jun-11) en promedio.
- Se habilitó el plazo de 14 días para colocación de IRM's.
- Aumentó la frecuencia de colocaciones de los IRM's a una semana y a partir de marzo de 2011, en forma diaria.
- Se resolvió realizar subastas competitivas para los tramos 35, 63, 91 y 182 días (dos veces por semana).
- Se habilitó la Ventanilla de Liquidez Interbancaria (VLI).
- Se aumentó la tasa de encaje legal (de 15% a 18% en MN y de 21% a 25% en ME en mayo de 2011).

Si observamos puntualmente la evolución de las tasas de los IRM, se puede notar que las tasas de 14 y 35 días al mes de enero eran

de 6,5% y 7%, terminando el semestre en 8,25% y 8,75% respectivamente.

Asimismo, la tasa de Facilidad de Liquidez con reporto de Instrumentos de Regulación Monetaria (FLIR) aumentó del 6% (ene-2011) a 9,25% (jun-2011).

Con el objetivo de anclar las expectativas nominales y extender el plazo medio de los financiamientos corporativos muy afectados por las volatilidades de corto plazo, el BCP acordó un contrato marco para la realización de SWAPS de tasas de interés con la Corporación Financiera Internacional (IFC).

Instrumentos de Regulación Monetaria

El cambio del perfil de política monetaria a partir del segundo semestre del año 2010, se debe a los nuevos fundamentos y a las nuevas condiciones macroeconómicas de la economía, lo que obligó al BCP a modificar gradualmente el perfil de la política monetaria, pasando de una expansiva a una más contractiva.

Estas medidas adoptadas hicieron que al mes de junio del 2011, el saldo de los IRM's sea de ₡ 5,3 billones, representando una variación mensual e interanual de 5,3% y 36,5%, respectivamente. El stock alcanzado representó aproximadamente el 6,3% del PIB.

La tasa de interés promedio ponderado del mes de junio fue de 9,32%, superior al 0,48% de junio del 2010 y al 9,15% registrado el mes anterior. El plazo promedio de las colocaciones fue de 41,8 días.

Las colocaciones netas en el primer semestre ascendieron a ₡ 2,1 billones,

habiéndose realizado subastas diarias para las colocaciones de corto plazo (14 y 35 días) y dos subastas por semana para los de plazos superiores (de 63 a 365 días).

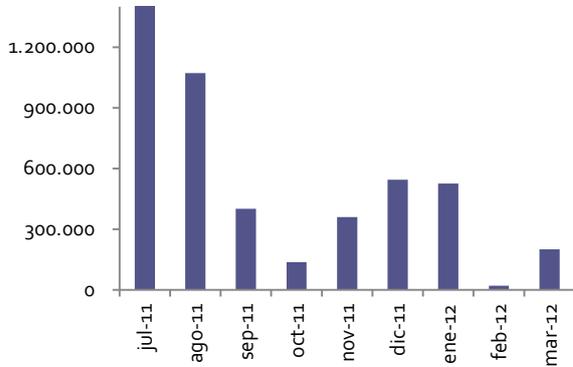
El 91,2% del total colocado al primer semestre de 2011 correspondió a títulos cuyos vencimientos se encuentran entre 14 a 91 días y 8,8% a títulos cuyos vencimientos están entre 120 a 365 días. Así, se observa que el perfil de las colocaciones es de muy corto plazo, atendiendo a que las expectativas de inflación hacia adelante son menores y se estima que forzar colocaciones a plazos mayores se darían solo con un premio de tasas por plazo más largo muy elevado.

GRÁFICO 20
INSTRUMENTOS DE REGULACIÓN MONETARIA
(Promedio Ponderado)



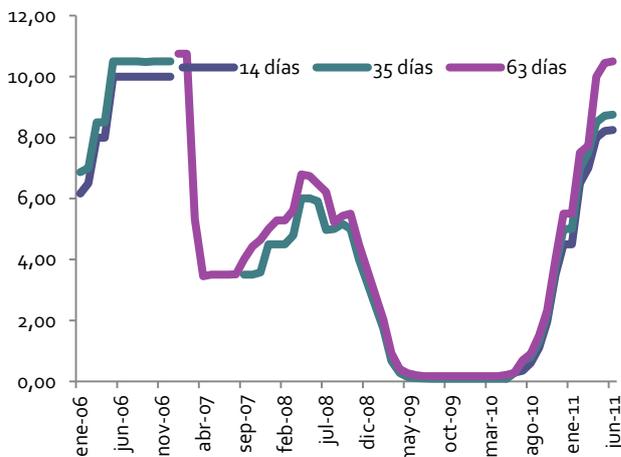
Fuente: Banco Central del Paraguay.

GRÁFICO 21
MONTOS RESIDUALES DE LOS INSTRUMENTOS DE REGULACIÓN MONETARIA POR VENCIMIENTO MENSUAL
 (En Millones de Guaraníes)



Fuente: Banco Central del Paraguay.

GRÁFICO 22
TASAS DE INSTRUMENTOS DE REGULACIÓN MONETARIA
 (En porcentaje)



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Desempeño de las Tasas de Interés

Al analizar la evolución de las tasas promedio de interés para los préstamos negociados consensuadamente, es decir excluyendo el financiamiento a través de las tarjetas de créditos y el sobre giro en Cta.

Cte., se observa que ésta fue modificándose en la medida en que la política monetaria había cambiado de perfil.

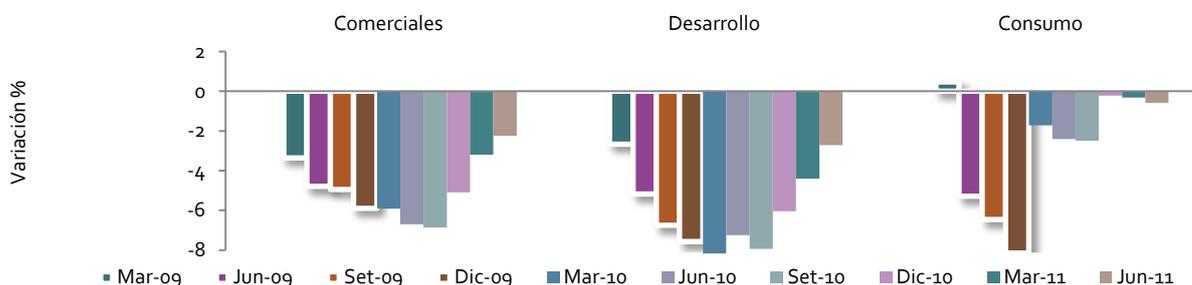
Las tasas de interés para los préstamos de consumo, comerciales y de desarrollo, se han reducido sostenidamente a lo largo del año 2009 y parte del año 2010, con respecto al nivel alcanzado el mes de enero del año 2009.

Así, a diciembre del 2009, las tasas para préstamos de consumo tuvieron una disminución acumulada del 8,15%, en tanto, que a setiembre de 2010, las tasas para préstamos comerciales y desarrollo registraron reducciones acumuladas del 6,86% y 7,94%, respectivamente.

A partir del último trimestre de 2010 se observa un incremento de las tasas para préstamos comerciales y desarrollo. En tanto que, la tendencia de la tasa de interés para préstamos de consumo cambió a inicios del año 2010. A junio de 2011, las diferencias de las tasas de interés acumuladas respecto al mes de enero del 2009 son mínimas, es decir las mismas están regresando a los niveles observados antes de la turbulencia financiera internacional.

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

GRÁFICO 23
DISMINUCIÓN ACUMULADA DE LAS TASAS DE INTERÉS
 (Variación Enero 2009 - Junio 2011)



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Por otra parte, las tasas de interés pasivas en moneda nacional, al término del primer semestre del 2011, registró un nivel de 1,95%, superior en 0,75 p.p. al observado en el mes de diciembre de 2010.

Este bajo nivel de las tasas de interés pasivas obedece a la estructura de los depósitos en el sistema financiero, en donde el 75% de los mismos están a la vista cuya remuneración es cercana a cero. Asimismo, el sistema financiero dispone de un exceso de liquidez, razón por la cual el sistema financiero no tiene la necesidad de captar nuevos fondos para satisfacer la demanda de crédito.

TABLA 9
TASA DE INTERÉS PASIVA EN MONEDA NACIONAL

	Vista	Plazo	CDA	Promedio Ponderado
Jun-10	0,64	2,58	7,89	1,16
Dic-10	0,53	4,98	8,79	1,20
May-11	0,61	6,15	12,68	1,79
Jun-11	0,60	5,71	12,27	1,95
Var. Mensual	0,0	-0,4	-0,4	0,2
Var. Anual	0,0	3,1	4,4	0,8

Fuente: Banco Central del Paraguay.

TABLA 10
TASA DE INTERÉS ACTIVA EN MONEDA NACIONAL (MN)

	Comerciales	Desarrollo	Consumo	Vivienda	Sobregiros	Tarjetas de Crédito	Promedio Ponderado
Jun-10	11,84	8,43	22,45	9,46	37,58	42,70	24,78
Dic-10	13,44	9,64	23,17	12,94	39,32	43,18	27,11
May-11	16,54	13,02	24,95	16,36	41,34	44,36	30,35
Jun-11	16,30	12,97	24,27	12,23	40,39	43,34	29,19
Var. Mensual	-0,2	0,0	-0,7	-4,1	-0,1	-1,0	-1,2
Var. Anual	4,5	4,5	1,8	2,8	2,8	0,6	4,4

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Morosidad del sistema bancario

La morosidad del sistema bancario ha sido muy baja y estable y se sitúa en un ratio de 1,6% a junio de 2011, con lo que se percibiría un bajo riesgo en el sistema financiero nacional.

Si bien el crecimiento de los créditos morosos han disminuido a lo largo de los años, se debe tener en cuenta que el aumento de la cartera de créditos en los últimos tramos del período tienden a subestimar el verdadero crecimiento de la morosidad en el sistema bancario.

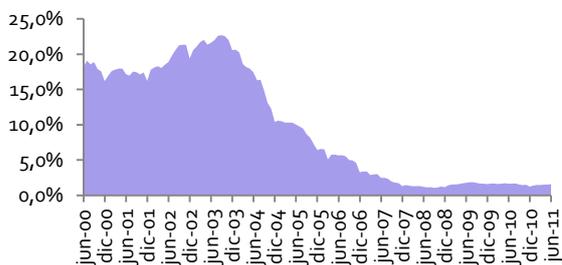
Un punto importante a tener en cuenta es la manera en que será computada la mora a partir de enero de 2012, donde serán consideradas en mora las operaciones con atraso de más de 30 días. Este evento afectaría significativamente los actuales niveles de morosidad existentes.

Dinero primario y liquidez

Al primer semestre del año 2011, en términos interanuales se observa que la liquidez primaria presenta una tendencia descendente (15,7% en promedio), como resultado de las medidas de política monetaria restrictiva implementadas por el BCP, con el objetivo de retirar el exceso de liquidez de forma tal a reducir la presión sobre la demanda interna.

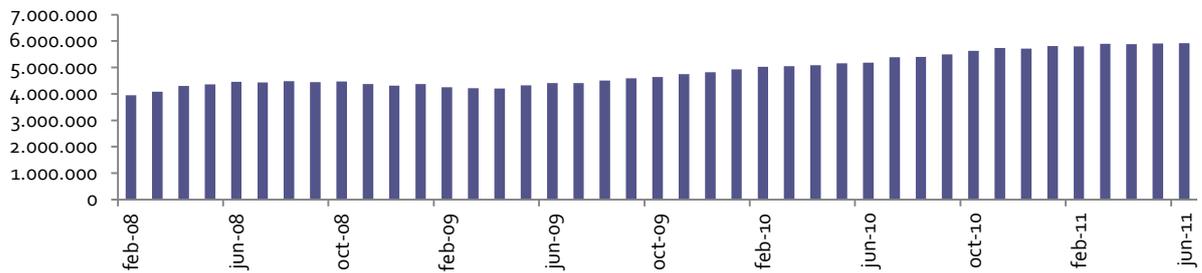
El principal factor de expansión de la cantidad de dinero fue la acumulación de Activos Externos Netos como consecuencia de la participación activa del BCP en el mercado de cambios, con el fin de suavizar la volatilidad del tipo de cambio, debido al mayor influjo de divisas. Este efecto expansivo fue esterilizado en parte por la colocación de IRM's y por el comportamiento ordenado del sector público.

GRÁFICO 24
MOROSIDAD DEL SISTEMA BANCARIO
(En porcentaje)



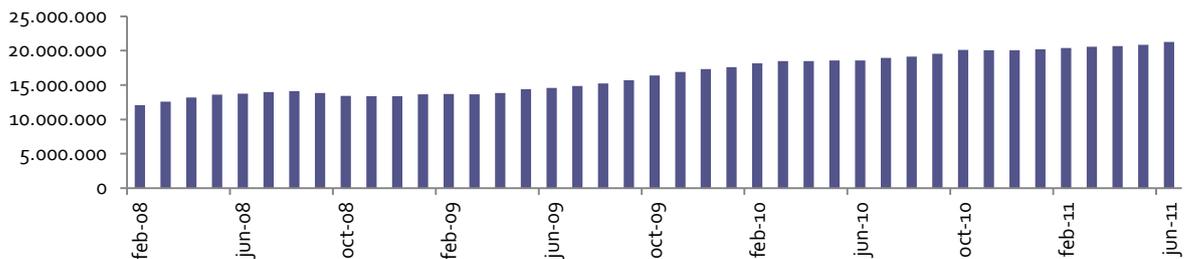
Fuente: Banco Central del Paraguay.

GRÁFICO 25
MO DESESTACIONALIZADO
(Millones de Guaraníes)



Fuente: Banco Central del Paraguay.

GRÁFICO 26
LIQUIDEZ TOTAL DESESTACIONALIZADA
(Millones de Guaraníes)



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Dolarización

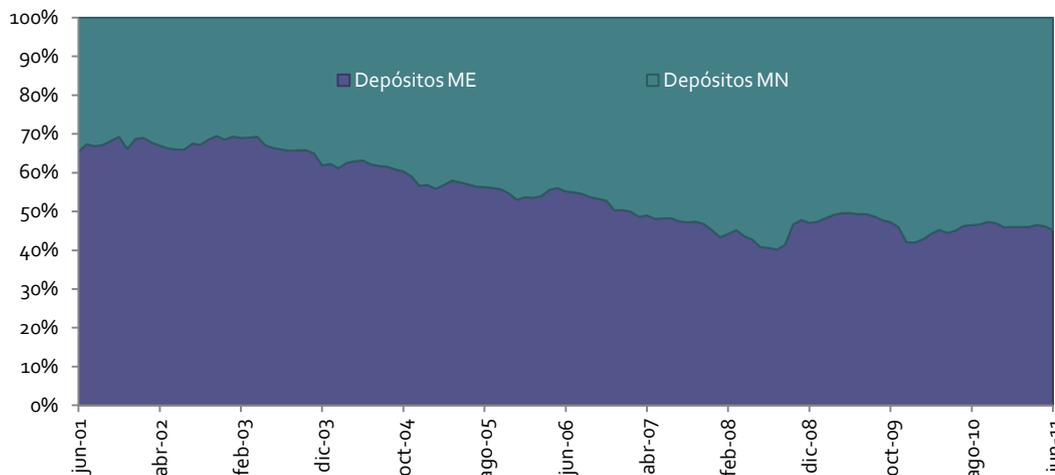
La dolarización de la economía hacia mediados del año 2011 tuvo un comportamiento decreciente, alcanzando a junio un nivel de 46%.

El incremento de la dolarización observada a partir de septiembre de 2008 fue el resultado de la depreciación del tipo de cambio nominal, como resultado de la turbulencia financiera internacional, este fenómeno se revierte a partir del último trimestre del año 2009, situando la dolarización a los niveles de pre-crisis.

A fines de junio de año 2011, la participación de los depósitos bancarios del sector privado en moneda extranjera representa el 45,2% del total de los depósitos del sector privado, 16,7 puntos porcentuales inferior a lo registrado en diciembre del año 2003.

Similar proceso de reversión de la dolarización se verificó en la cartera crediticia bancaria, donde la proporción de los créditos en moneda extranjera es de 41,4% a junio de 2011.

GRÁFICO 27
DOLARIZACIÓN
(Depósitos en ME y MN)



Fuente: Banco Central del Paraguay.

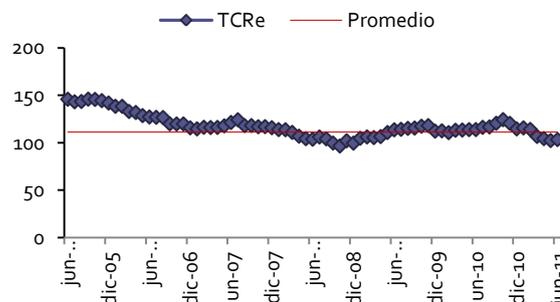
Tipo de Cambio Efectivo Real⁴

Incrementos en el TCR se interpretan como un indicio de que la economía doméstica transa productos más baratos que sus socios comerciales e implica una depreciación real del guaraní. Por esta razón, es importante estudiar la dinámica del TCR, en tanto que desviaciones importantes con respecto a sus niveles históricos podrían comprometer la sostenibilidad de la balanza de pagos.

El Tipo de Cambio Efectivo Real (TCER), en Paraguay se ha venido apreciando a lo largo de 2011, llegando al 8,3%, en términos interanuales al mes de junio de 2011. Por otro lado, al mes de junio del corriente se registra una apreciación acumulada en el orden del 9%,

aproximadamente. Asimismo, se observa que el TCER al mes de junio de 2011 está apreciado 5,7% respecto al promedio histórico.

GRÁFICO 28
ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL



Fuente: Banco Central del Paraguay.

⁴ El tipo de cambio real (TCR) indica el número de bienes domésticos que se pueden intercambiar por bienes extranjeros (expresados en una moneda común). En otras palabras, el TCR es un precio relativo.

Tipo de Cambio Nominal e Intervenciones Netas de Divisas

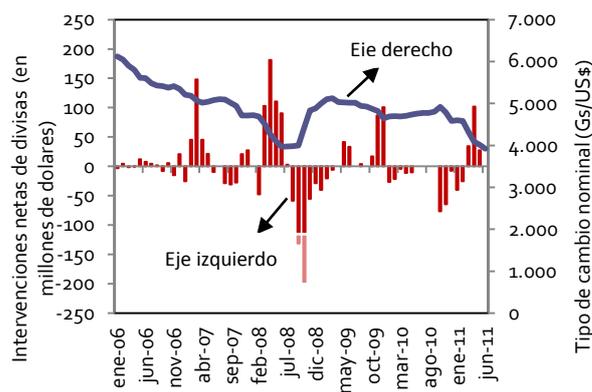
La evolución del tipo de cambio nominal estuvo influenciada por factores de origen externos e internos. Así, durante el primer semestre del 2011, el tipo de cambio nominal siguió una senda de apreciación, como resultado de los mayores inlfujos de divisas, lo que obligó al BCP a realizar intervenciones y así evitar oscilaciones bruscas del TCN.

En el escenario interno, dada la alta cotización de los precios internacionales de los commodities, se generó un mayor inlfujo de divisas provenientes de los principales rubros de exportación, a lo cual se debe agregar el mayor ingreso proveniente de las Binacionales.

El mayor inlfujo neto de divisas, propició la activa participación del BCP en el mercado de cambios acumulando al primer semestre USD 98,3 millones.

En el periodo de referencia, el valor de la moneda doméstica se vio apreciado respecto al dólar americano, cerrando en un nivel promedio de Gs/USD 3.996. Con este resultado, el guaraní presentó una apreciación interanual de aproximadamente 16% y del 12,6% acumulado al primer semestre del 2011.

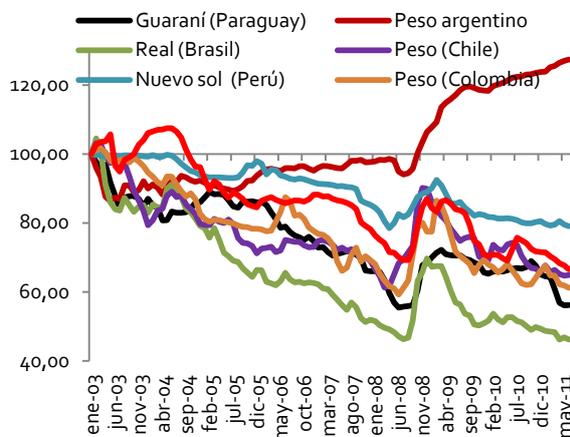
GRÁFICO 29
TIPO DE CAMBIO NOMINAL E
INTERVENCIONES NETAS DE DIVISAS



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Esta tendencia de apreciación de la divisa norteamericana, no es un fenómeno que afecta exclusivamente a la economía paraguaya, sino que es un fenómeno que afecta a la mayoría de los países de Latinoamérica. Este hecho guarda relación directa con la política monetaria aplicada por Estados Unidos que busca estimular su economía, atendiendo a su situación financiera y fiscal.

GRÁFICO 30
ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO NOMINALES



Fuente: Banco Central del Paraguay.

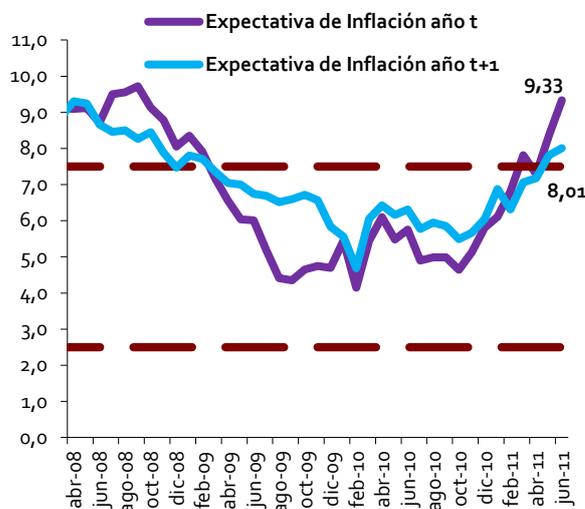
Expectativa de variables económicas

En base a la encuesta realizada durante el mes de junio a los agentes económicos, los mismos mantienen elevadas sus expectativas de inflación para este año y el siguiente.

Así, la expectativa de inflación para el 2011 es de 8,2%, superior al rango meta establecido por el BCP, mientras que para el 2012 el mercado espera una inflación de 7,42%. Con esto, se observa una ligera disminución de las expectativas inflacionarias para el 2011 por parte de los agentes en relación a lo expresado el mes anterior, que fue de 9,3% (2011) y 8% (2012).

Este ajuste en las expectativas de inflación hacia la baja, se debería a las medidas de política monetaria realizadas por el BCP, a fin de que la inflación regrese a su tendencia de mediano y largo plazo.

GRÁFICO 31
EXPECTATIVA DE INFLACIÓN PARA LOS PERIODOS (t) y (t+1)



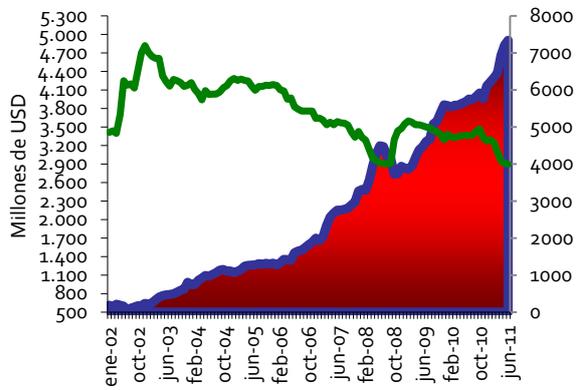
Fuente: Banco Central del Paraguay.

Reservas Internacionales

Un elevado nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) constituye un seguro contra eventuales desequilibrios financieros externos e internos, motivo por el cual el BCP realizó una acumulación ordenada y prudente. En este sentido, el nivel de las RIN está en torno al 23,1% respecto al PIB, superior a la media de los últimos 12 meses de 22,5% del PIB.

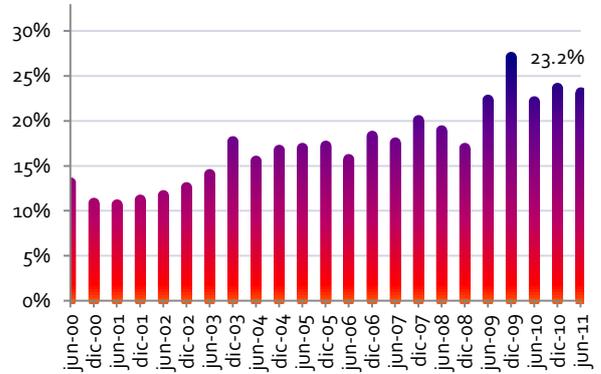
Al mes de junio 2011, las RIN se ubicó en USD 4.907,5 millones, lo que implica una variación interanual de 25,6% (USD 999,4 millones). Al primer semestre de 2011, el BCP acumuló USD 739 millones, lo que permitió suavizar la tendencia del TCN, sin afectar significativamente los planes de negocios de los diversos agentes económicos.

GRÁFICO 32
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS



Fuente: Banco Central del Paraguay.

GRÁFICO 33
RIN Respecto al PIB



Fuente: Banco Central del Paraguay.